

## 2 Referencial teórico

Este capítulo tem o objetivo de expor ao leitor os aspectos atuais da teoria da Administração e do Direito sobre as operações de aquisição, cisão, fusão e incorporação de empresas.

### 2.1. A reorganização societária no ordenamento jurídico brasileiro e a literatura americana

O tema “fusões e aquisições” é corriqueiro no mundo empresarial contemporâneo. Segundo Camargos (2003, p.18), as primeiras operações de que se têm notícia ocorreram no final do século XVIII devido ao acúmulo de capital provocado pela Revolução Industrial. Atualmente, essas operações movimentam milhões de dólares, afetando o mercado consumidor de vários países e a capacidade de competição das empresas. Tal relevância fez com que o ordenamento jurídico brasileiro reservasse um espaço para normatizá-las.

A Lei das Sociedades por Ações, também conhecida como Lei das S.A., em seu art. 227, define incorporação como “*a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações*” (BRASIL, 1976). No artigo seguinte, a Lei define fusão como “*a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações*” (BRASIL, 1976).

Ao comparar a literatura internacional com a legislação brasileira algumas diferenças são percebidas, o que pode causar dificuldade ao público leigo no entendimento das operações. Nos EUA e na Europa, incorporação é considerada uma espécie do gênero fusão enquanto que no Brasil, o legislador tomou o cuidado de elaborar uma definição própria para estas duas operações.

Cabe salientar que, segundo a teoria econômica, a compra de controle acionário por uma *holding* também é considerada uma espécie de concentração societária, fusão indireta ou incorporação. Mas esta concepção não é recepcionada

pelo direito positivo, pois segundo Tôrres (2004, p.635), para se ter uma incorporação ou fusão deve-se observar as seguintes características: (i) união de duas ou mais empresas que, (ii) mediante um contrato, (iii) se estabelece sob uma mesma personalidade jurídica (iv) perdendo, ao menos uma das participantes, a autonomia.

Além dessas duas definições, a legislação nacional conceitua cisão como sendo “a operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida” (BRASIL, 1976).

## 2.2.

### A evolução histórica das fusões e aquisições, a classificação didática e o aspecto estratégico

Sob o aspecto histórico das operações, Camargos (2003) relata que elas obedecem a movimentos cíclicos, que podem também ser divididos didaticamente tomando por base os acontecimentos ocorridos na economia norte-americana conforme tabela abaixo.

Tabela 1: Ondas de Fusões e Aquisições

Onda	Característica
The Great Merger Wave (1887-1904)	Iniciada com a recuperação da depressão mundial de 1883, perdurou até a depressão de 1904. Teve como características predominantes: as grandes transformações nos transportes, comunicações, tecnologias de manufatura; competição e instituições legais, com consolidações nas indústrias de petróleo, aço, tabaco e outras áreas básicas, além da formação de grandes monopólios.
The Meger Moviment (1916-1929)	O <i>boom</i> do mercado de capitais ajudou os investidores financeiros a consolidar firmas em vários setores, como o de serviços de utilidade pública (elétrico e de gás), o de comunicações e o automobilístico. As fusões de várias empresas em uma única não foram mais permitidas por lei antitruste. Esta onda apresentou mais fusões por integração vertical e diversificação do que a precedente. Foi caracterizada por fusões que visavam ao poder de oligopólio, enquanto a onda precedente caracterizou-se por fusões que objetivaram o monopólio (STIGLER, 1950).
The 1960s Conglomerate Merger Wave	Predominaram as fusões que visavam à diversificação, do tipo conglomerado, com a união de diferentes atividades, como uma resposta as maiores restrições as fusões horizontais e verticais introduzidas pelas alterações nas leis antitrustes em 1950. Durante os anos 60, as aquisições foram influenciadas pelo <i>boom</i> do mercado de capitais e encorajadas por inovações nos mecanismos financeiros. Grande parte das F&As desta onda fracassaram porque, via de regra, a produção em conglomerado falha na alocação de recursos e no controle de suas subsidiárias, por ignorar o princípio fundamental de Adam Smith, de que a especialização aumenta a eficiência e a produtividade (TRICHES, 1996).

The Wave of the 1980s	Caracterizada pela expansão empresarial devida não a investimentos em novas plantas ou na própria firma, mas sim à aquisição de outras firmas, em razão de o baixo valor das ações no mercado de capitais tornar a aquisição mais barata do que novos investimentos. O <i>crash</i> da Bolsa de Nova York em outubro de 1987 possibilitou às firmas estrangeiras comprarem firmas americanas, o que resultou em uma explosão de aquisições hostis. Além disso, essa onda apresentou um grande número de transações entre firmas de porte desiguais. Novamente, inovações nos mecanismos financeiros contribuíram para aumentar o número de tentativas de <i>takeover</i> . O <i>boom</i> das F&As dos anos 80 na economia norte-americana visava principalmente à expansão internacional das grandes corporações multinacionais, enquanto no anos 90 esta atividade pode ser vista como uma adequação inteligente a ambientes de negócios em constante mutação, adequação determinada por mercado em retração, reformas governamentais e mudanças tecnológicas (TRICHES, 1996)
-----------------------	--

Fonte: Camargos e Barbosa (2003).

No Brasil, as operações de fusões e aquisições ganharam força com a abertura da economia e a redefinição do papel do Estado no início dos anos 90. O Plano Nacional de Desestatização atraiu várias empresas estrangeiras e juntamente com a queda das barreiras à importação, obrigaram as empresas nacionais a se modernizarem e serem mais competitivas.

Atualmente, como resultado do processo de competição internacional, observa-se o surgimento de grandes multinacionais brasileiras como Petrobras, Vale do Rio Doce e Guerdau, que desenvolvem atividades comerciais e produtivas em praticamente todos os continentes.

Já segundo Brigham (2001, p.947), as operações de fusão e incorporação podem ser didaticamente classificadas em quatro tipos:

- a) horizontal: empresas do mesmo ramo de atividade se unem. Neste caso, tem-se o exemplo da fusão entre a AMBEV e a Interbrew, originando a InBev.
- b) vertical: empresas da mesma cadeia de valor se unem, como ocorreu recentemente entre a Petrobras e a Suzano Petroquímica. Essa operação é caracterizada por uma maior integração entre os elos da mesma cadeia de valor e pode acontecer tanto com o elo anterior quanto com o posterior.
- c) congênere: envolvem firmas que estão na mesma indústria mas não atuam na mesma linha de negócios, não sendo dessa forma nem fornecedores nem clientes.

- d)** conglomerado: empresas de ramos econômicos diferentes se unem geralmente com o intuito de diversificarem as atividades e também o risco do negócio.

Sob o aspecto estratégico, a busca pelo aumento da competitividade, por novos mercados e pela sobrevivência, leva as empresas a adotarem várias estratégias de atuação. Suen e Kimura (1997) descrevem cinco alternativas utilizadas pelas companhias para ganharem mercados internacionais, quais sejam:

- a)** Investimento direto solo – onde geralmente há a constituição de uma subsidiária no exterior para onde são transferidos alguns profissionais com o objetivo de desenvolver o negócio. No entanto, mesmo contratando mão-de-obra do local, essa é uma opção arriscada, caso os investidores não conheçam bem o mercado nem o ambiente econômico, político, cultural do país de ingresso.

Esse tipo de investimento provoca o crescimento orgânico da empresa e demora mais para dar resultado.

- b)** Aquisições – são operações muito usadas, pois permitem um crescimento rápido com um risco minimizado devido ao conhecimento do ambiente econômico, político e cultural da empresa adquirida. No entanto, essa opção não elimina o risco de choque cultural.
- c)** Fusões – muito semelhante aos aspectos apontados nas aquisições, têm a diferença de as duas ou mais empresas fusionadas perderem a personalidade jurídica e outra companhia ser criada.
- d)** *Joint-venture* – difere das operações de fusão e cisão, pois empresas distintas constituem nova pessoa jurídica para iniciar a exploração de determinada atividade econômica. A nova organização pode ser formada por ativos já existentes em determinado país, pela aquisição de novos ativos ou apenas com recursos financeiros.
- e)** Aliança Estratégica – é um acordo entre duas ou mais companhias para atuarem em conjunto, combinando recursos e técnicas de forma a obter ganhos de inovação, produtividade e eficiência, conquistando nichos de mercado.

No entanto, segundo pesquisa exploratória realizada por Zilber (2002), as estratégias de fusões e aquisições também são utilizadas pelas empresas para ganhar rapidamente mercados, aumentar a carteira de produtos ou a lucratividade nos países em que já atuam.

### **2.3. Os motivos das fusões e aquisições**

Para Firth (1980), as operações de fusão e aquisição encontram respaldo teórico na Teoria da Firma e na Teoria da Agência, as quais se resumem da seguinte forma:

- a) Teoria Neoclássica da Maximização dos Lucros da Firma: as forças competitivas do mercado motivam as firmas a maximizar o valor dos acionistas. Assim, as firmas se empenham em realizar operações de fusões e aquisições se o resultado for a criação de valor para os acionistas da empresa adquirente. Esse valor pode advir do poder de monopólio, da sinergia ou da implantação de melhores práticas gerenciais na firma adquirida.
- b) Teoria da Maximização da Utilidade Gerencial: os gestores, além de se preocuparem em alcançar certo nível de lucratividade, também se preocupam em aumentar a sua utilidade, na tentativa de reduzir o risco de perda do emprego, aumentar a satisfação no trabalho, a remuneração e seu poder.

Na tentativa de comprovar as teorias, Firth (1980) analisou 434 ofertas de compra bem sucedidas que ocorreram na Inglaterra e nos EUA, entre os anos de 1969 e 1975, e seus impactos tanto nos preços das ações das empresas adquiridas quanto nos das adquirentes. Como resultado, constatou que em 224 operações ocorridas na Inglaterra, as ações das empresas adquiridas desvalorizaram mais que a valorização das ações das empresas adquirentes, totalizando perda de valor em torno de £ 36.6 milhões. Isso evidencia que o mercado não esperava aumento na lucratividade da nova empresa. No entanto, o resultado nos EUA foi contraditório, mostrando que na maioria das operações o mercado esperava um aumento de lucratividade da nova empresa.

Além disso, o trabalho do autor (FIRTH, 1980) também evidenciou que as remunerações dos gestores das empresas adquirentes, tanto nos EUA quanto na Inglaterra, cresceu se comparadas com as remunerações de gestores de outras empresas do mesmo tamanho e setor de atuação. Assim, o autor conclui que as operações de fusão e aquisição são benéficas para os gestores, no sentido de maximizarem a utilidade gerencial, fazendo com que, muitas vezes, os prêmios pagos acabem destruindo o valor das companhias.

No entanto, os resultados das pesquisas de Firth (1980) vão de encontro à teoria desenvolvida por Fama (1980), que prega a eficiência dos mercados na alocação de recursos. Para o referido autor, a remuneração dos gestores é ditada pelo mercado e este espelha a maior ou menor criação de valor para os acionistas.

Mork (1990) realizou pesquisa semelhante com 326 empresas nos EUA durante os anos de 1975 e 1987 e concluiu que os gestores acabam pagando altos prêmios pelas aquisições, conseqüentemente destruindo valor, quando percebem que as operações podem proporcionar longo crescimento para a firma, garantir seu emprego e diversificar o risco dos negócios.

Com base nos estudos realizados por diversos pesquisadores, Camargos (2005) elenca nove motivos para a realização de fusões e aquisições, conforme tabela abaixo, e faz a análise fundamentalista de 21 operações de fusões ocorridas no Brasil entre os anos de 1995 e 1999 na tentativa de encontrar evidências da existência de sinergias.

Tabela 2: Motivos para Fusões e Aquisições

Expectativas Assimétricas	diferentes expectativas sobre o futuro levam os investidores a atribuírem valores diferentes a uma mesma firma, ocasionando propostas de compra.
F&As como uma Alternativa a Dividendos e Recompra de Ações	situação presente em firmas com fluxos de caixa livres.
Irracionalidade Individual nas Decisões dos Dirigentes	justificativa hipotética para as fusões, segundo a qual, sob condições de incerteza, os indivíduos nem sempre tomam decisões racionais. Irracionalidades estas, diluídas ou anuladas quando consideradas de

	forma agregada na interação dos vários agentes econômicos. (Roll, 1986)
Compensação de Incentivos Tributários	advindos de créditos tributários, relativos ao fato de prejuízos acumulados por uma das firmas envolvidas poderem ser compensados em exercícios futuros pela outra firma que venha apresentando lucros.
Custos de Reposição e Valores de Mercado	situação existente quando os custos de reposição dos ativos de uma firma forem maiores que o seu valor de mercado; isto é, quando a razão “Q de Tobin” (valor de mercado/valor patrimonial) de uma firma for menor do que a unidade (“Q de Tobin” < 1).
Busca de Economia de Escala e Escopo	advindas de possíveis reduções nos custos em função do aumento do nível de produção, maior racionalização do esforço de pesquisa e desenvolvimento, uso conjunto de insumos específicos não divisíveis e transferência de tecnologia e conhecimento.
Efeitos Anticompetitivos e Busca do Poder de Monopólio	advindo de ganhos com o aumento da concentração de mercado e da conseqüente redução da competição.
Razões Gerenciais	as F&As podem ocorrer visando tanto o aumento do bem-estar dos diretores das firmas, mesmo que a operação cause impacto negativo no valor de mercado de ações, como a substituição de diretores que não estejam maximizando o valor de mercado de suas firmas.
Redução do Risco de Insolvência	advinda da fusão entre duas ou mais firmas com fluxos de caixa sem correlação perfeita.

Fonte: Camargos e Barbosa (2003).

Devido à pequena amostra de empresas, o autor analisou os índices de 24 delas, independente de ser adquirida ou adquirente, e concluiu que, embora a liquidez média das empresas envolvidas tenha piorado, o Retorno sobre o Ativo, Retorno sobre o Patrimônio Líquido e Lucro por Ações, aumentaram respectivamente 1.724,29%, 514,7% e 1.221,45%, o que representa criação de valor para os acionistas.

Em relação às sinergias, o autor também constatou uma melhora média de 20,56% da Margem Bruta, 131,58% da Margem Líquida e uma redução média nas Despesas Gerais e Administrativas de 17,14%.

Já Eccles (1999) argumenta que não há uma correlação perfeita entre o pagamento de grandes prêmios nas fusões e incorporações e o retorno sobre o investimento, conforme expôs Firth e Mork. Para o autor, pagar grandes prêmios não é a questão, e sim, pagar mais do que a empresa vale segundo a mensuração feita pelo adquirente.

As duas tabelas abaixo comparam o retorno do investimento e o prêmio pago ao adquirir uma companhia e mostram que aqueles que pagaram maiores prêmios tiveram maiores retornos, enquanto as que pagaram baixos prêmios tiveram retornos negativos.

Tabela 3: Baixos prêmios pagos que resultaram em baixos retornos

Nome do adquirente	Adquiridas	Prêmio	Retorno de mercado após um ano da operação
Marshall & Ilslei	Valley Bancorp	19%	-17%
Ceridian	Comdata Holdings	19%	-16%
Durcon International	BW/IP	14%	-17%
3Com	U.S. Robotics	13%	-46%
Bergesen	Havtor	11%	-21%
AT&T	McCaw Cellular Communications	11%	-17%
Dresdner Bank	Kleinwort Benson	10%	-16%
Washington Mutual	Great Western Financial	6%	-9%

Advanced Micro Devices	NexGen	5%	-59%
Ultramar	Diamond Shamrock	1%	-18%

Fonte: Adaptação de Eccles (1999)

Tabela 4: Altos prêmios pagos que resultaram em autos retornos

Nome do adquirente	Adquiridas	Prêmio	Retorno de mercado após um ano da operação
Allegheny Ludium	Teledyne	115%	33%
First Bank System	U.S. Bancorp	85%	12%
Northrop	Grumman	65%	12%
Health South	Surgical Care Affiliates	61%	30%
Praxair	CBI Industries	49%	49%
Crompton & Knowles	Uniroyal Chemical	45%	7%
Williams Companies	Transco Energy	43%	19%
CNA Financial	Continental Corporation	39%	48%
Kvaerner	Trafalgar House	35%	15%
Frontier	ALC Communication	34%	4%

Fonte: Adaptação de Eccles (1999)

Além disso, Eccles (1999) fez uma pesquisa com 131 empresas da Ásia, EUA e Europa, durante os anos de 1994 a 1997, e observou que, em 59% dos anúncios de fusões e aquisições realizadas em que o mercado desvalorizou o preço das ações do adquirente, 71% das empresas tiveram piora no desempenho depois de 12 meses. Já os 41% restantes, onde o mercado aumentou o preço das ações depois do anúncio de compra, em 55% delas o desempenho melhorou depois de 12 meses. Isso evidencia a eficiência do mercado exposta por Fama (1980) na precificação das ações.

Para Eccles (1999), mensurar de forma correta as sinergias existentes na aquisição de uma empresa e não pagar nada mais por isso é o procedimento que proporciona retornos positivos sobre o investimento. E ainda relata que as sinergias são provenientes das seguintes fontes:

- a) economia de custo: o tipo de sinergia mais comum e também mais fácil de se valorar é proveniente da eliminação de postos de trabalho, de ativos em duplicidade, de custos desnecessários após a consolidação das atividades e devido ao ganho de escala.
- b) aumento das receitas: é mais difícil de se medir sinergia causada pela estimativa de crescimento de vendas devido à operação em conjunto, pois depende de eventos externos, tais como a reação dos competidores e dos consumidores.
- c) melhora dos processos: sinergia causada pela transferência de conhecimento e competências distintivas entre as companhias. Também é obtida pela economia na compra de maior volume de matérias-primas.
- d) benefícios fiscais: sinergia causada pela possibilidade da escolha de uma estrutura de negócios que possibilite menor ônus tributário para as duas companhias, seja no ato da fusão ou aquisição, seja nas operações correntes. Embora esse tipo de sinergia agregue valor para os acionistas, não deve ser o motivo primário para a realização de operações de fusões e aquisições, pois não traz competências distintivas nem sustenta posições competitivas no mercado.
- e) economia financeira: advinda de uma melhor estrutura de capital e maior capacidade de alavancagem, com menores custos de endividamento.

Já Shleifer e Vishny (2002) propõem um novo modelo teórico de análise das reorganizações societárias, baseada na teoria neoclássica, mas capaz de analisar evidências adicionais e fazer uma releitura das ondas de aquisições das décadas de 60, 80 e 90.

Para a teoria neoclássica, as reorganizações societárias são guiadas pela avaliação que o mercado faz das empresas envolvidas, o que é refletido no preço das ações. No entanto, o modelo desenvolvido pelos autores (SHLEIFER e VISHNY, 2002) parte da premissa de que o mercado é ineficiente, o que significa que algumas empresas são avaliadas incorretamente, e que os gestores são

completamente racionais e informados, entendem as ineficiências do mercado acionário e tiram vantagem disso, em parte através de operações de reorganização societária, consideradas uma espécie de arbitragem.

Assim, através da aplicação do modelo, os autores (SHLEIFER e VISHNY, 2002) conseguiram fazer novas previsões tais como:

- a) as aquisições são pagas com ações da empresa adquirente, quando as ações de seu setor industrial estão valorizadas, e pagas com dinheiro quando estão desvalorizadas;
- b) as ações dos acionistas da empresa alvo têm baixo retorno prévio quando a aquisição é feita em dinheiro, enquanto os acionistas da empresa adquirente têm altos retornos prévios quando o pagamento é feito com ações;
- c) nas aquisições feitas com pagamento em ações, as ações da empresa adquirente apresentam-se supervalorizadas;
- d) o retorno a longo prazo dos acionistas da empresa adquirente tende a ser negativo em aquisições em que o pagamento é feito com ações e positivos em aquisições feitas com dinheiro;
- e) mesmo com retornos negativos no longo prazo, aquisições com o pagamento em ações atendem aos interesses de longo prazo dos acionistas da empresa adquirente;
- f) adquirir empresa de outro setor da economia pode proporcionar maiores retornos no longo prazo do que a aquisição de empresa do mesmo setor da economia;
- g) administradores das empresas adquiridas com ações são propensos a ter um horizonte mais curto de análise de retorno ou podem ter recebido recompensa por aceitar a idéia.

Neste capítulo, pode-se observar que os diversos resultados aparentemente contraditórios das pesquisas realizadas no meio acadêmico, segundo Camargos (2003, p.228), demonstram que as fusões e aquisições ainda carecem de maior compreensão e sistematização para que resulte em uma teoria geral, com sustentação e contextualização entre outras teorias econômico-administrativas.

No capítulo seguinte, abordar-se-ão os aspectos concernentes ao planejamento tributário no ordenamento jurídico brasileiro, para que se possa ter maior compreensão sobre o assunto.