



Fusões e aquisições que geram valor

No momento de avaliar a viabilidade de uma fusão ou aquisição ou o modo de efetuar-la, talvez seja útil ter uma idéia segura sobre como o mercado tende a reagir. Os autores dessa pesquisa, da consultoria McKinsey & Company, se concentraram em 231 transações efetuadas por 36 empresas, pertencentes a três setores de atividade –telecomunicações mundiais, petróleo e negócios bancários na Europa–, verificando as mudanças registradas no preço das ações imediatamente antes e depois do anúncio da operação (sem um acompanhamento de mais longo prazo, portanto). Após esse estudo, concluíram que: 1) o mercado prefere as estratégias de expansão às de transformação e 2) aquisições geram mais valor que fusões ou alianças. A finalidade estratégica de um acordo empresarial e a forma de estruturá-lo são variáveis que o mercado de valores leva em conta na hora de tomar decisões de investimento.

Mais da metade das grandes fusões, aquisições e alianças sobre as quais lemos nos jornais deixa de criar valor significativo para os acionistas. É o que revela a maioria das pesquisas da McKinsey & Co. e de outras empresas sobre a reação do mercado ao anúncio de grandes transações. Para os acionistas, a triste conclusão é a de que a transação média envolvendo transferências de controle acionário colocam em risco o valor de mercado da empresa e criam pouco ou nenhum valor em troca.

Os executivos até podem evitar essas transações completamente. O mais correto, porém, é levá-las a cabo somente quando fazem sentido. Em outras palavras, é preciso ter a certeza de que todas as suas transações estão acima da média. É fácil falar, é claro. O que exatamente significa uma transação “acima da média”? Decidimos levar essa questão ao mercado acionário.

Nosso estudo analisou as variações dos preços das ações de empresas participantes desses acordos alguns dias antes e depois de serem anunciados. Utilizando um modelo de regressão linear múltipla, procuramos explicar essas variações em termos das diversas variáveis da transação, como tamanho, setor econômico e tipo de acordo.

Nossa experiência com dezenas de transações envolvendo o controle acionário de empresas nos ensinou que as fusões, aquisições e alianças são melhores para certos tipos de estratégia do que outros. Grande parte de nosso estudo, portanto, visou identificar o objetivo estratégico por trás de cada transação e transformá-lo em uma das variáveis que o descrevessem. Se o mercado reagia com mais entusiasmo a negócios baseados em determinada estratégia, nossa análise tinha condições de revelar essas tendências subjacentes.

De fato, descobrimos que:

- Aparentemente, o mercado prefere transações que façam parte de um programa “expansionista”, no qual uma empresa busca aumentar seu *market share* por meio de consolidação, expansão para novas regiões geográficas ou incorporação de novos canais de distribuição para os produtos e serviços já existentes.
- Parece que o mercado é menos tolerante com transações “transformadoras”, ou seja, aquelas que procuram introduzir novos ramos de atividade na empresa ou eliminar uma parte aparentemente bem-sucedida de seu portfólio de negócios.



Um exemplo do modo como o preço das ações sobe com as aquisições é a Heineken

■ Mesmo dentro de um determinado tipo de estratégia (expansionista ou transformadora), o mercado prefere certos tipos de transação a outros –em particular, as aquisições criam mais valor de mercado em termos globais, a despeito da “maldição do vencedor”, quando os compradores pagam um prêmio muito alto. Se a operação é estruturada como fusão ou venda, seu efeito sobre os preços das ações não é muito claro. Estabelecer *joint ventures* ou alianças, mantidas as demais condições, não cria valor significativo para as empresas participantes –e pode até destruir parte do valor.

■ Por fim, uma empresa que atua em um setor em crescimento ou fragmentado, ou cujo desempenho tenha caído no passado recente em relação ao de seus concorrentes, tem mais chances de ser bem recompensada pelo mercado do que suas concorrentes mais fortes. Os executivos precisam entender essas tendências ao analisar se devem ou não prosseguir com uma operação nessa área.

Um exemplo radical do modo pelo qual as transações de uma empresa podem aumentar o preço de suas ações foi a conquista do mercado europeu de cerveja pela Heineken. Nos últimos cinco anos, suas aquisições têm levado a um aumento de 12% ao ano no preço de suas ações. Em outras palavras, graças apenas a sua estratégia de aquisições, a Heineken conseguiu melhorar significativamente seu desempenho, em comparação com o índice do mercado acionário holandês no mesmo período.

Estrutura do estudo

Partimos de uma amostra de 479 transações anunciadas por 36 empresas dos setores de petróleo, bancos e telecomunicações na Europa, abrangendo um período de cinco anos. A opção por bancos europeus ocorreu porque o setor mantém características regionais. A inclusão de bancos norte-americanos poderia complicar o estudo, em vista do fato de que o país tem regras próprias, limitando a diversificação de áreas de atuação.

Como queríamos que nosso estudo levasse explicitamente em conta o tamanho das transações, excluímos aquelas cujo valor monetário não tivesse sido anunciado publicamente. Ficamos com uma amostra de 231 transações: 16 fusões, 151 aquisições, 18 *joint ventures*, 18 alianças de outros tipos e 28 vendas de subsidiárias de empresas.

Em certa medida, a metodologia de nosso estudo limitou suas conclusões. Analisamos apenas a reação imediata do mercado acionário aos anúncios de transações. Alguns executivos acham que essas reações não permitem captar tudo o que há de bom ou ruim nesses anúncios. Mesmo assim, se aceitarmos a hipótese de que os mercados financeiros são eficientes, todas as informações necessárias sobre uma transação devem estar incorporadas à reação imediata do mercado acionário após o anúncio. Essa reação – positiva ou negativa– deve refletir uma avaliação do desempenho futuro previsível das empresas envolvidas. E quando o mercado acionário, com tantas fontes de informação a sua disposição, reconhece que uma determinada transação criará valor, pode-se dizer que ela foi escolhida e estruturada da melhor maneira possível.

Como todas as regras empíricas, essa também tem suas exceções. Algumas transações podem fazer sentido por motivos que os executivos não conseguem explicar claramente ao mercado –ou até podem explicá-los, mas o mercado se recusa a acreditar neles. Contudo, a reação do mercado é um bom substituto da probabilidade de que a transação será bem-sucedida, levando-se em conta todas as informações disponíveis na ocasião. Acreditamos que seja um substituto útil.

O fator estratégico

Os principais resultados do estudo, em nossa opinião, dizem respeito ao tipo estratégico de uma transação. Dependendo do objetivo primário das 231 transações analisadas, nós as dividimos em cinco tipos estratégicos (consolidação de mercado, expansão geográfica, ampliação do sistema empresarial, mudança de portfólio e diversificação de atividades).

Quando uma transação tinha como objetivo consolidar um mercado ou expandir as fronteiras geográficas da empresa (“consolidação de mercado” ou “expansão geográfica”, respectivamente), mantidas as demais condições, observou-se um prêmio de 1,1% no

A tendência do mercado é a de preferir as transações expansionistas –com mais sinergias potenciais– às transformadoras

mercado de ações nos 11 dias de negociação em torno de seu anúncio –cinco dias antes, cinco depois, mais o dia do anúncio.

Quando uma transação visava novos canais de distribuição (“ampliação do sistema empresarial”), o prêmio era de 4,2%. Todas essas transações eram, de modo geral, expansionistas.

Para ver como é esse efeito, examinemos o caso do Banco Santander. Durante os cinco anos cobertos por nosso estudo, suas transações envolvendo transferência de controle acionário geraram retornos excedentes anuais de 6%. Quase todas essas transações eram aquisições, incluindo 11 para consolidação de mercado e 14 para expansão geográfica. O Banco Santander, graças a sua estratégia de expansão geográfica, está hoje entre as maiores instituições financeiras da América Latina.

Ao contrário, o anúncio de uma transação cuja estratégia nós classificávamos como transformadora –“mudança de portfólio” ou “diversificação de atividades”– na verdade destruiu, em média, 5,3% do valor de mercado da respectiva empresa. Em uma transação para mudança de portfólio, uma empresa vende parte de seu portfólio de negócios. Em uma transação para diversificação de atividades, uma empresa adquire outra que tenha relevância e atue fora de seu setor principal.

A tendência do mercado de favorecer as transações expansionistas em detrimento das transformadoras faz sentido se pensarmos intuitivamente. As possíveis sinergias geradas em transações expansionistas são geralmente muito maiores, porque combinam recursos semelhantes.

Mesmo quando prometem sinergias, as transações transformadoras tendem a ser menos previsíveis do que as expansionistas e menos claras para os investidores no momento do anúncio. Para os executivos, a lição é clara: não devem fugir das transações transformadoras, e sim analisá-las com mais profundidade, garantindo que superem um obstáculo maior do que as expansionistas e efetivamente criem um valor tangível.

Transações de sucesso

Obviamente, existem outras questões além da estratégia. Depois de optar por uma transação expansionista ou transformadora –e convencer todos os dirigentes (e os acionistas) de que seu sucesso ficará acima da média– uma empresa ainda tem muito com que se preocupar. Para orientar melhor as empresas, recorremos às outras variáveis de nossa regressão. Descobrimos alguns resultados interessantes:

1) Transações plenas criam mais valor. Uma descoberta impressionante foi a diferença de reação do mercado às várias formas estruturais que os diferentes tipos de transação podem assumir. Fusões e vendas de ativos funcionam como ponto de referência: o mercado não demonstra nenhuma reação específica a esses negócios, seja ela positiva ou negativa.

As aquisições, ao contrário, causam um impacto de 2,7% no preço de mercado da ação da empresa adquirente quando do anúncio da transação, mantidas as demais condições. É um resultado impressionante, uma vez que, em geral, as empresas adquirentes pagam um prêmio de aquisição considerável.

A explicação mais plausível é a de que, numa aquisição, está perfeitamente claro qual das empresas controlará o processo de integração após a fusão. Portanto, é muito mais provável que as sinergias totais geradas em uma transação sejam capturadas nas aquisições e não nas fusões, nas quais, em geral, ocorre uma demorada luta pelo poder entre as equipes gerenciais das duas empresas.

Quanto às *joint ventures* e às alianças, o impacto de seu anúncio resulta em uma perda média de 3,1% do valor de mercado das empresas. Talvez a comunidade de investidores encare essas transações como combinações imperfeitas de recursos que, além de gerar poucas sinergias imediatas, podem limitar as opções estratégicas de uma empresa e consumir a atenção dos executivos.

Há, obviamente, uma série de exceções a essa regra. Entretanto, mantidas as demais condições, as transações “parciais” têm maiores possibilidades de diminuir o valor de mercado de uma empresa do que as transações plenas.

Se uma empresa com performance fraca anunciar a intenção de fazer uma transação, verá sua ação subir

2) Tamanho e frequência são irrelevantes. Contra todas as expectativas, descobrimos que o tamanho das transações ou a frequência com que as empresas as realizam não exercem efeito positivo sobre o valor de mercado de uma empresa no momento de seu anúncio.

Esperávamos que uma transação grande em relação ao tamanho da empresa criasse mais valor do que uma transação pequena. Afinal, em princípio, uma transação grande pode gerar muito mais sinergias. Mas, como o mercado acionário considera que as transações, em média, não criam valor para os acionistas, o maior risco de destruição de valor pode anular –aos olhos dos investidores, pelo menos– as sinergias potencialmente maiores de uma transação de grande porte.

Igualmente esperávamos que as empresas que entravam em transações com mais frequência criassem mais valor a cada transação, já que, com a experiência adquirida, estariam mais aptas a administrar o processo de integração após a fusão. Na realidade, elas não desfrutaram de nenhuma vantagem especial.

Talvez os investidores reconheçam que essas empresas sejam mais eficientes nas transações e, portanto, esperem que elas venham a realizar um número de transações acima da média e demonstrem possuir uma capacidade de execução também acima da média no futuro. Nesse caso, essas habilidades superiores poderiam estar refletidas no preço corrente das ações, não aparecendo na reação do mercado após o anúncio.

Os executivos não controlam tudo

Identificamos também duas características de fundo, fora do controle imediato dos executivos, que podem afetar a probabilidade de que uma transação seja bem-sucedida. Como sempre, definimos “sucesso” de forma limitada, em termos da reação imediata do mercado acionário.

Em primeiro lugar, temos os resultados setoriais. Nossa amostra foi extraída de três setores: telecomunicações globais, petróleo e bancos na Europa. O fato de uma transação ocorrer nos setores bancário ou de telecomunicações foi responsável por um aumento de 2,3% e 2%, respectivamente, no impacto médio da transação sobre o preço das ações da empresa. A concorrência no setor de petróleo, ao contrário, parece na verdade destruir 4,3% do valor para os acionistas, em relação à média.

Em nossa opinião, isso se explica porque, nos setores de telecomunicações e bancos, as oportunidades de criação de sinergias e transferência de habilidades nas transações são enormes, já que ambos estão em fase de crescimento e o setor de negócios bancários é bastante fragmentado. O setor de petróleo, porém, está relativamente estagnado e consolidado.

Em segundo lugar, as empresas com desempenho abaixo do padrão (retornos abaixo da média registrada em um índice do mercado acionário local durante os cinco anos de nosso estudo) efetivamente conseguiram criar 1,2% a mais de valor por transação do que as empresas cujo desempenho estava acima do índice. Isso é particularmente impressionante porque, se os efeitos da qualidade da transação fossem iguais a zero, a expectativa seria a de que as empresas com desempenho abaixo do normal ficariam defasadas em relação às que estão acima do índice no momento do anúncio das transações.

Esse resultado pode parecer estranho, mas há algumas explicações possíveis:

- Empresas com desempenho acima do índice podem ter “boas transações” futuras embutidas no preço de suas ações, daí a reação anódina do mercado.
- Os investidores talvez esperem que empresas com desempenho abaixo do índice utilizem suas transações para ter acesso a habilidades e conhecimentos que não possuam no momento, enquanto as empresas com desempenho acima do índice conseguem obter apenas ativos tangíveis.
- Pode ser que exista um fator de arrogância em questão: talvez os executivos de empresas com desempenho acima da média estejam menos preocupados com as reações do mercado a suas transações porque podem se dar ao luxo de repousar sobre os louros de suas recentes vitórias.

Implicações para a vida real

Nossas constatações mostram que não há fórmula mágica que garanta o sucesso nas transações de transferência de controle acionário. Embora muitas empresas possam ter aprendido com a experiência, os investidores e os mercados de ações podem ser volúveis. Mesmo as transações muito bem elaboradas podem enfrentar o ceticismo do mercado. Contudo, nossa pesquisa sugere que as empresas podem aumentar substancialmente suas chances de sucesso fazendo transações que ampliem seus ramos de atividade atuais e não envolvam negócios em áreas totalmente novas.

Além disso, mantidas as demais condições, a aquisição é melhor do que a fusão, e a fusão é melhor do que a aliança. Se uma empresa atua em um setor em crescimento ou fragmentado, suas oportunidades podem ser melhores do que as oferecidas por setores mais maduros ou consolidados.

Por fim, se uma empresa com performance abaixo do normal anunciar a intenção de realizar uma transação extremamente bem elaborada, ela poderá esperar que haja um aumento no preço de suas ações no mercado –um aumento significativamente maior do que o que seria obtido por uma empresa de desempenho reconhecidamente superior.

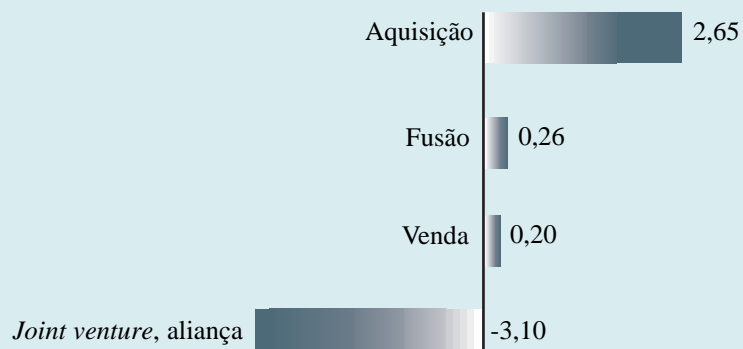
É claro que sempre é possível criar valor por meio de transações de transferência de controle acionário, a exemplo de uma série de *joint ventures* transformadoras, geralmente rejeitadas pelo mercado no início. Entretanto, os executivos que entrarem nesse tipo de transação devem esperar uma reação fria por parte do mercado acionário. Para minimizar o problema, devem despender um esforço extra para identificar e captar as sinergias geradas pela transação, bem como explicar aos investidores por que as transações escolhidas agora têm mais chances de sucesso do que as transações aparentemente semelhantes tentadas no passado.

© *McKinsey Quarterly*



O QUE O MERCADO PREFERE?

Prêmio pago pelo mercado acionário (%)



Obs: Dados referentes aos 11 dias de negociação em torno do anúncio (cinco dias antes, cinco depois, mais o próprio dia do anúncio)