

# CONCEITOS E FUNDAMENTOS SOBRE FUSÃO E INCORPORAÇÃO

*Gustavo Licks*

*Aluno do Programa de Mestrado em Ciências Contábeis na UERJ*

## 1 INTRODUÇÃO

No passado, o Governo constituiu uma política econômica de estímulo às incorporações e fusões com dois objetivos: aumentar as exportações e diminuir as importações, melhorando, desta maneira a Balança Comercial<sup>i</sup>. Os administradores públicos acreditavam que aglutinando as empresas as tornariam mais fortes e saudáveis financeiramente. Essa preocupação surgiu da elevação do nível de importação, o que gerava problemas nas contas externas do país. Assim, o Governo julgava que a saúde financeira das companhias daria uma “sobra de caixa” para investir em novos projetos e em marketing, melhorando as condições de competição das empresas nacionais<sup>ii</sup>, em face das empresas estrangeiras, tanto no mercado interno quanto no externo.

Em 1971 foi publicado o Decreto-lei n. 1.182<sup>iii</sup>, que visava tal objetivo. Ele concedia estímulos fiscais transitórios às fusões e à abertura de capital das empresas. O principal incentivo consistia em isenção de imposto de renda sobre o acréscimo de valor decorrente da reavaliação dos bens integrantes do ativo imobilizado, acima dos limites de correção monetária, até o valor do mercado. Os efeitos desse Decreto-lei foram sendo sucessivamente

prorrogados e, afinal, incorporados ao Regulamento do Imposto de Renda (Dec. n.º 76.186, de 2-09-1975).

Entretanto, a filosofia de fomento às fusões e incorporações, que outrora regeu boa parte dos Governos, cedeu lugar a outra, a qual se preocupa mais em manter o equilíbrio do mercado do que o nível de exportações<sup>iv</sup>. A criação do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), que possui a função de zelar pela livre concorrência, a Secretaria de Desenvolvimento Econômico (SDE) e as leis da livre concorrência<sup>v</sup> são exemplos da preocupação governamental em manter o equilíbrio das empresas no mercado.

Não obstante o fomento governamental às reestruturações, muitos administradores de empresas acreditam que sua incorporação é uma das formas mais rápidas e seguras de garantir o crescimento da companhia, pois a empresa incorporada já possui um *market share* próprio e produtos aceitos pelo mercado. Assim, os riscos de desenvolvimento de um novo produto são evitáveis. Também deve ser considerado que as fusões e incorporações são métodos de eliminar a concorrência.

Este foi o argumento utilizado pela companhia cervejeira canadense Molson ao comprar a Bavária. O mercado de cerveja está estagnado no Canadá há cinco anos e, para continuar crescendo, houve necessidade de

investimentos em novos mercados, como o Brasil. Para evitar os riscos e os elevados custos de introduzir sua marca no país, a cervejaria canadense resolveu pagar US\$ 98 milhões à AmBev pelo rótulo, as cinco fábricas e a distribuição do produto durante os próximos cinco anos, mais US\$ 23 milhões a cada meio ponto percentual que a Bavária ganhar de participação de mercado durante os próximos quatro anos, até atingir o total de US\$ 213 milhões estipulado pela venda. Dessa forma, ela inicia suas operações com uma fatia de mercado garantida.

Ainda existem administradores que acreditam fazer a reorganização societária parte do ciclo natural da empresa. Eles distinguem quatro estágios evolutivos das entidades:

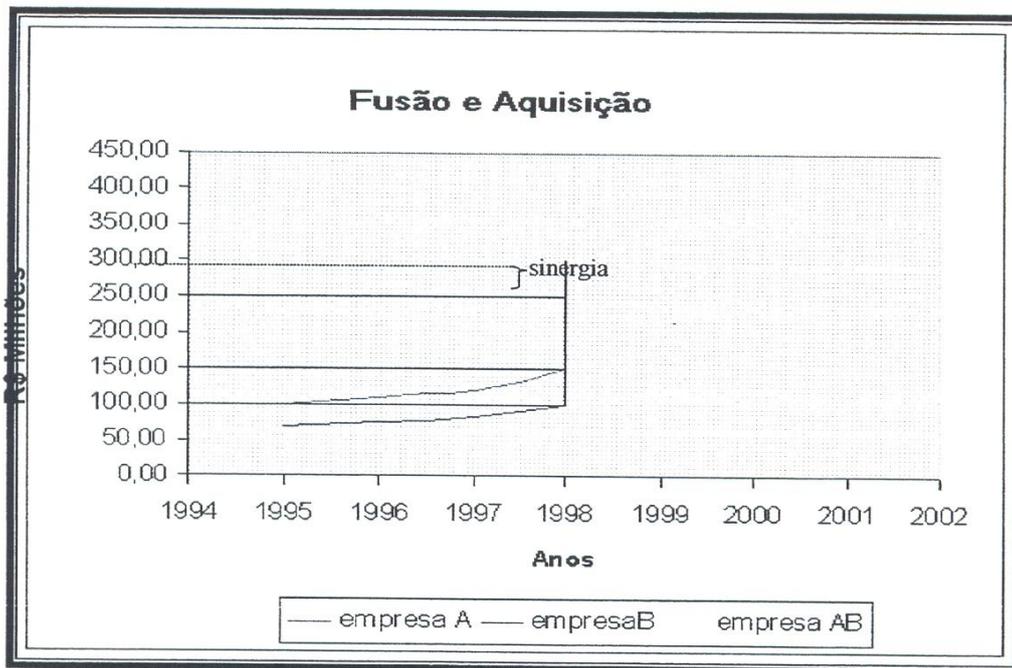
- i.* No estágio inicial, a empresa descobre e desenvolve o mercado para seus produtos. Nesta fase, o fluxo de caixa líquido pode ser nulo ou negativo.
- ii.* No segundo, as vendas crescem rapidamente. A companhia possui muitas obrigações de curto prazo e, para aliviar o fluxo de caixa, lança

ações e dividendos.

- iii.* Na terceira fase, a da maturidade, a empresa paga altos dividendos. A entrada de recursos é abundante e as obrigações com terceiros, baixa.
- iv.* Na última fase, a do declínio, o nível de vendas é decrescente e a capacidade de desenvolver novos mercados, escassa. Sendo assim, a incorporação ou fusão são as únicas alternativas da empresa para evitar o encerramento de suas atividades.

Contudo, o objetivo de toda e qualquer reorganização societária é gerar um ganho superior à união dos ativos. Alguns financistas, como Ross e Brealey/Myers, chamam este ganho de sinergia.

O gráfico abaixo demonstra a fusão da empresa A, com um valor de R\$ 150 milhões, com a empresa B, que possui uma cotação de R\$ 100 milhões. Desta união surgiu a empresa AB, de R\$ 300 milhões. A soma das duas empresas deveria ser de R\$ 250 milhões ( $150 + 100 = 250$ ), mas a união gerou uma sinergia de cinquenta milhões.

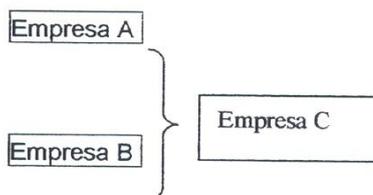


## 2 ESTUDO PRELIMINAR

Há pequenas diferenças entre o conceito americano de fusão e incorporação e o nacional.

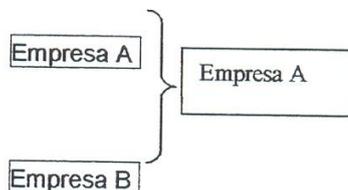
A legislação brasileira, Lei 6.404/76, art.228, define fusão como “a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhe sucederá em todos os direitos e obrigações”.

A definição legal pode ser demonstrada no gráfico abaixo, como duas empresas que se desconstituem para formar uma terceira, como por exemplo, a desconstituição da Brama e da Antártica para formar a Ambev:



Entretanto, os doutrinadores americanos definem fusão<sup>vi</sup> de modo diferente. Para Gitman fusão é “a combinação de duas ou mais empresas na qual a empresa resultante mantém a identidade de uma das empresas<sup>viii</sup>”. Ross, possui o mesmo entendimento, referindo-se à fusão como a “absorção de uma empresa por outra. A empresa compradora conserva seu

nome e sua identidade, e adquire todos os ativos e passivos da empresa comprada. Após uma fusão, a empresa adquirida deixa de existir como entidade independente<sup>viii</sup>”. Por exemplo, caso empresa “A” e “B” se unam e aquela companhia possui duas vezes mais ativos do que “B”, a entidade “A” se manteria, enquanto a outra desapareceria.



A literatura internacional cita como exemplo a fusão da Philip Morris e a Kraft, que em 1998 causou o desaparecimento, legal, da Kraft.

Dessa forma, pode-se identificar uma diferença da definição de fusão para seu correspondente em inglês (“merger”). No Brasil, cria-se uma terceira pessoa jurídica a qual absorve as duas ou mais empresas que se fundem. Nos Estados Unidos, a empresa maior mantém sua personalidade jurídica, enquanto a menor a perde<sup>ix</sup>.

Contudo, em ambos os casos, os acionistas da empresa menor possuem a possibilidade de participar da empresa maior, ou seja, no Brasil o acionista da empresa menor

possui a possibilidade de participar da nova empresa (companhia C do exemplo) e no caso americano, há a hipótese de participação na empresa maior (companhia A). Existe, apenas, uma troca de ações, de forma que as novas ações representam a mesma quantidade de capital das antigas. Entretanto, é assegurado o direito de recasso, em ambos os países.

Por exemplo, a empresa A é composta de 1.000 ações de R\$ 2,00 a unidade e a empresa B contém o mesmo número de ações com o valor de R\$ 1,00 cada. A empresa C que resultou da fusão entre A e B, detém 1.000 ações que representam a soma do PL das duas companhias fusionadas.

	<i>Número de Ações</i>	<i>Valor nominal da ação</i>	<i>Patrimônio Líquido</i>
Empresa A	1.000	R\$ 2,00	R\$ 2.000,00
Empresa B	1.000	R\$ 1,00	R\$ 1.000,00
Empresa C	1.000	R\$ 3,00	R\$ 3.000,00

Assim, cada 1,5 ação da empresa A será trocada 1 da empresa C e cada 3 ações da entidade B por 1 da empresa C.

R\$ 2,00	x	1,5	=	R\$ 3,00
R\$ 1,00	x	3	=	R\$ 3,00
R\$ 3,00	x	1	=	R\$ 3,00

Portanto, o acionista continuará com o mesmo capital que possuía antes, apesar de deter um número diferente de ações.

Todavia, a definição de **consolidação**, pelos mestres de finanças americanos, compatibiliza-se, bastante, com a definição da

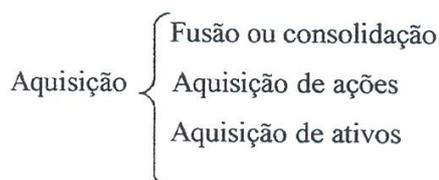
norma brasileira, Lei 6.404/76, art.228. Ross define a **consolidação** quando “os acionistas de A e B trocariam suas ações pelas de uma nova empresa (por exemplo, a empresa C)<sup>xv</sup>”.

Também existem dessemelhanças para a definição de incorporação, entre a doutrina americana e a nacional. A primeira, e mais visível, concerne ao próprio nome incorporação. Enquanto os livros de administração financeira estrangeiros utilizam a palavra aquisição, a jurisprudência pátria não reconhece o vernáculo aquisição<sup>xi</sup>, mas incorporação.

A Lei 6.404/76, art. 227, define

incorporação como “a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhe sucede em todos os direitos e obrigações<sup>xii</sup>”. A aquisição assemelha-se à fusão porque nas duas formas o acionista possui a oportunidade de participar da nova empresa.

Os livros traduzidos, de administração financeira, tratam a fusão e aquisição praticamente da mesma forma. Contudo, Ross distingue três formas de aquisição: aquisição, aquisição de ativos e aquisição de ações. A primeira forma, aquisição, seria uma forma *lato senso*, a qual conteria aquisição de ativos, e de ações, fusão e aquisição.



Ocorreria a aquisição de ações quando uma empresa “adquirir ações com direito a voto mediante pagamento em dinheiro<sup>xiii</sup>, pagamento com ações ou com outros títulos”.

A aquisição de ativos envolve apenas os ativos da empresa adquirida, permanecendo a personalidade jurídica. Esse é um dos métodos utilizados para se evitar problemas com acionistas minoritários.

As principais diferenças apontadas entre a aquisição e a fusão seriam:

- i. Na aquisição não há necessidade de assembléia de acionista prévia e a compra das ações poderá ser feita diretamente com os acionistas por meio de oferta pública.
- ii. A fusão é um negócio jurídico mais simples e geralmente mais barato do que a aquisição.

Este artigo utilizará a definição de fusão e incorporação erigidos na Lei 6.404/76. Também usará incorporação e aquisição como sinônimos.

A fusão pode ser classificada de muitas formas. Dentre elas, encontra-se na maioria dos

livros a fusão horizontal, vertical, conglomerado, circular<sup>xiv</sup>.

Numa fusão horizontal, as empresas estão na mesma linha de negócios. Por exemplo, a fusão da montadora de automóveis Chrysler e a montadora alemã Mercedes Bens.

Na fusão vertical, as empresas se posicionam numa relação de fornecedor e cliente. Assim, a fusão entre uma agência de viagens e uma companhia de aviação seria um exemplo de fusão vertical. A integração vertical facilita a coordenação de atividades operacionais intimamente relacionadas.

A fusão conglomerado representa a união de empresas com negócios não relacionados, como, por exemplo, a união entre cadeias de cinemas e restaurante.

A fusão circular é alcançada quando as empresas, apesar de estarem na mesma indústria, no sentido geral, não estão na mesma linha de negócios e não possuem uma relação cliente e fornecedor. Um exemplo seria a fusão de um fabricante de máquinas/ferramentas com um fabricante de sistemas de movimentação de produtos na fábrica<sup>xv</sup>.

A doutrina aponta cinco motivos para a realização das fusões e incorporações, também denominadas sinergia<sup>xvi</sup>:

- i. Diminuição de custos;
- ii. Levantamento de fundos;
- iii. Aumento da capacidade tecnológica;
- iv. Considerações tributárias; e
- v. Diversificação.

A diminuição dos custos pode decorrer da economia de escala resultante da diminuição dos custos indiretos das empresas fundidas. Principalmente, a redução com a folha de pagamento de diretores da empresa, considerando que muitos cargos desaparecem quando as empresas se fundem, como, por exemplo, diretor de marketing.

O levantamento de fundos refere-se à alavancagem de recursos junto a terceiros. Dessa forma, uma empresa em condições financeiras adversas funde-se com outra que esteja em melhor posição, a fim de conseguir taxas de juros mais favoráveis no mercado<sup>xvii</sup>.

A troca de tecnologia pode agregar valor a ambas as empresas. Entretanto, a tecnologia nem sempre se vincula à parte operacional. Ela pode estar ligada ao setor administrativo, como, por exemplo, a companhia de cigarros Souza Cruz, famosa por

possuir uma excelente logística de distribuição de seus produtos. Caso ela encontre outra empresa com problemas nesta área, podem se fundir.

As empresas também se fundem para minimizar os encargos tributários. Uma empresa com recursos a receber do Estado, oriundo de pagamento de impostos indevidos ou a maior, pode fundir-se com outra que possui uma carga tributária elevada. A vantagem da união, para a empresa credora, diz respeito ao fato de o poder público ser um péssimo pagador de suas dívidas<sup>xviii</sup>, enquanto a outra companhia beneficia-se do não desembolso de pagamentos de tributos.

A diversificação pode ser importante para diluir o risco do negócio. Um dos exemplos clássicos das academias é a fusão de uma companhia de guarda-sol com uma empresa de guarda-chuva. Assim, ambas protegeriam suas vendas das intempéries. Exemplo mais prático seria a união de uma companhia exportadora com uma importadora, o que minimizaria o risco cambial para ambas.

O valor da sinergia pode ser representado pela diferença entre o valor das empresas após a fusão e a soma delas sem a fusão.

$$\text{Sinergia} = V_{AB} - (V_A + V_B)$$

E pode ser calculada pelo fluxo de caixa descontado.

$$\text{sin ergia} = \sum_{t=1}^T \frac{\Delta FC_t}{(1+r)^t}, \text{ onde}$$

- ◆ O numerador é a diferença entre os fluxos de caixa, na data  $t$ , da empresa combinada, e a soma dos

fluxos de caixa das duas empresas separadas;

- ◆ O termo  $r$  é a taxa de desconto

ajustada pelo risco apropriada para os fluxos de caixa adicional. Geralmente, considera-se que esta deve ser a taxa exigida de retorno do capital próprio da empresa-alvo.

### 3 ESTUDO PROPOSTO

Após definir fusão e suas classificações, aquisição, incorporação, objetivos da reestruturação societária, o estudo proposto ater-se-á aos procedimentos da fusão e aquisição e suas conseqüências.

A incorporação de uma empresa pode se realizar pela compra dos ativos, sem a transferência da propriedade da personalidade jurídica da entidade, ou pela companhia inteira, na qual se transfere a propriedade da companhia.

Quando a compra concerne apenas aos ativos, deve-se considerar o valor presente do fluxo de caixa futuro, descontado a uma taxa apropriada. Caso este cálculo seja superior ao valor dos bens, ou seja, o valor presente líquido do investimento seja maior do que zero, a aquisição deve ser realizada.

O processo de avaliação de fusões e incorporações assemelha-se aos métodos utilizados para se adquirir um ativo. Contudo, geralmente, o risco do negócio aumenta consideravelmente. Este risco deve ser bem mensurado, antes de se iniciar o processo de reestruturação. Outra variável importante é o *ranking* da empresa “hoster”, pois o custo de

captação de novos recursos depende de como o mercado avalia sua saúde financeira e econômica. Assim, uma aquisição muito arrojada poderá abalar a confiança do mercado na empresa, o que causará problemas futuros à mesma<sup>xix</sup>.

O valor de uma companhia alvo para uma empresa incorporadora é o de seus ativos menos o de seu passivo, assumidos pela incorporação. Esses valores não são os contidos nas demonstrações contábeis, nem os de liquidação, nem o de mercado, mas sim o *going-concern value* da empresa alvo. *Going-concern value* significa a perspectiva de futuro para a incorporadora, o qual será encontrado através do fluxo de caixa.

O controle de uma companhia pode ser pago com ações da empresa adquirente. Esta forma de quitação é chamado de “swap” de ações. Para se realizar o “swap” é necessário, primeiro, calcular um índice de troca, como, por exemplo, “X” ações da empresa A por “Y” da entidade B. Esse índice é conhecido por *índice de troca de ações*.

Para aquisição de um número suficiente de ações, que garanta o controle da empresa, a adquirente precisa pagar pelas ações um valor superior ao demandado pelo mercado. Este ágio decorre da aquisição do poder de gestão da entidade. O *índice efetivo de troca* é a divisão do montante pago pela ação da empresa, pelo preço de mercado da ação da empresa adquirida.

$$\text{ÍNDICE EFETIVO DE TROCA} = \frac{\text{Montante pago pela ação da empresa alvo}}{\text{Preço de mercado da ação da empresa adquirida}}$$

A soma do lucro por ação das duas empresas, antes da fusão ou aquisição,

geralmente, difere do lucro por ação da empresa adquirente após a aquisição ou fusão. Pode-se

verificar duas fases no desenvolver das negociações: fase inicial e o efeito a longo prazo.

Na primeira fase, a inicial, ocorre transferência de riquezas de uma entidade para outra. No caso das aquisições a empresa adquirente transfere riquezas, pois paga um preço superior ao de mercado por cada ação. Este fenômeno também ocorre nas fusões, onde, geralmente, uma das empresas é maior do que outra, mais saudável e, ao trocar as ações, agrega mais valor ao negócio.

O efeito, a longo prazo, sobre o lucro da empresa adquirente, espera-se seja um ganho, em decorrência da sinergia, pois o objetivo das reestruturações é maximizar a riqueza do acionista.

Também devem ser considerados os gastos que uma fusão e incorporação exigem. Estas despesas são bastantes elevadas e muitas

vezes podem se prolongar por um longo período.

Contudo, nem sempre o mercado é coerente, o que torna difícil prever o preço das ações de empresas que sofreram fusão ou incorporação. O preço pode tanto subir quanto cair, pois outros fatores interferem no mesmo, como, por exemplo, o tempo gasto nas negociações e a permissão das agências governamentais que regulam a livre concorrência.

Em termos financeiros, preço de mercado da ação, após a fusão ou aquisição, varia de acordo com os risco do negócio, fluxo de caixa esperado, lucro por ação esperado, além de outras variáveis. O índice de troca no preço de mercado (IPM) demonstra o preço de mercado por ação da empresa adquirente pago a cada unidade monetária do preço de mercado por ação da empresa-alvo.

$$IPM = \frac{PM_{ADQUIRENTE} \times IT}{PM_{ALVO}} \quad \text{onde,}$$

IPM = índice de troca de preço de mercado;

$PM_{adquirente}$  = preço de mercado por ação da empresa adquirente;

$PM_{alvo}$  = preço de mercado por ação da empresa-alvo;

IT = índice de troca.

Tanto a fusão quanto à incorporação inicia-se, geralmente, com a contratação de um consultor financeiro que na maioria das vezes é um banco de investimento, o qual definirá a estrutura básica da operação;

Escolhida a empresa e determinada à estrutura básica, confecciona-se uma proposta para a empresa alvo, também chamada Carta de Intenções (Letter of Intent), Protocolo de Intenções (Protocol of Intent) ou, ainda, Memorando de Entendimento (Memorandum of Understanding – MOU). Essa proposta possui a natureza jurídica de pré-contrato e, geralmente, uma cláusula de exclusividade, mediante a qual

o vendedor se compromete a manter a negociação com apenas o potencial comprador. Entretanto, é estipulado um prazo para a conclusão do negócio. Outro dispositivo bastante habitual da Carta de Intenções é a cláusula de confidência, que determina a não divulgação das negociações ao mercado. A peça jurídica também prevê o que o mercado chama “Due Diligence”, sendo esta nada mais além da devassa na empresa adquirida por auditores independentes, advogados e consultores que irão examinar toda a contabilidade, passivo trabalhista... com o objetivo de verificar se as perspectivas da empresa incorporada correspondem à realidade.

Se a proposta for aceita a reestruturação será submetida à ratificação dos órgãos e agências governamentais, como o Cade e SDE, que podem exigir determinadas condições para autorizar a fusão ou incorporação<sup>xx</sup>.

O contrato definitivo conterá,

evidentemente, a forma de pagamento, basicamente a estipulada no pré-contrato, com as devidas alterações decorrentes da “Due Diligence” ou imposições governamentais. Outro item indispensável é a indenização por mora ou inadimplência do devedor e a forma de composição de eventuais conflitos como estipulação de foro, arbitragem etc.

#### 4 ANÁLISE DO ESTUDO PROPOSTO

A Diminuição de custos, levantamento de fundos, aumento da capacidade tecnológica, considerações tributárias e diluição do risco são os motivos mais divulgados pela doutrina e utilizados na prática para fundamentar as fusões e incorporações.

O cálculo do valor da empresa, após a reestruturação, deve considerar todas as variáveis acima, as quais serão trazidas a valor presente através de um fluxo de caixa descontado (*going-concern value*). Contudo, deve-se ter o cuidado de estimar apenas o fluxo de caixa incremental, pois é o valor presente deste fluxo que determina o valor máximo que se pode pagar, acima do de mercado, pelas ações da companhia incorporada.

Outro fator de destaque é a taxa de desconto. Esta deve representar o retorno exigido do capital, que pode ser calculado por seu custo de oportunidade; assim, tal taxa deve estar associada a seu uso e não a sua origem. O risco também possui influência na determinação desta taxa.

Ross, Westerfield e Jaffe defendem, no livro *Administração Financeira*, que a aquisição de uma empresa em má situação financeira, beneficia seus credores, mas não os acionistas da empresa incorporadora. O fato de os riscos diminuírem para os credores da empresa alvo faz o ganho do acionista da companhia incorporadora diminuir<sup>xxi</sup>. Entretanto, este fenômeno pode ser reduzido caso as dívidas sejam resgatadas antes do anúncio da fusão, pois, como os débitos são pagos a um preço mais baixo, seu efeito poderá ser anulado. Outra opção seria renegociar as dívidas após a

fusão, o que diminuiria o valor das despesas com juros, pois a segurança da incorporadora permitiria a obtenção de melhores taxas.

A diversificação, como fundamento para uma fusão ou incorporação, é condenada por alguns doutrinadores. Segundo essa corrente, a diluição do risco é algo pelo qual o acionista pode optar sem a intervenção da administração da empresa. Assim, se os recursos desembolsados na aquisição fossem distribuídos, em forma de dividendos, os próprios acionistas poderiam optar pela diluição do risco, aplicando em diversas empresas. A fusão ou incorporação só faria sentido se o custo unitário da ação da empresa incorporada tivesse um preço mais baixo via reestruturação do que se comprada direto no mercado. Como nessa hipótese, geralmente, não ocorre a diversificação como fundamento para fusões e incorporações ela é condenada por alguns autores.

O apoio da administração da empresa incorporada é vital para diminuição do custo do negócio, pois os gerentes são as pessoas que melhor a conhecem e, portanto, as mais indicadas a aconselhar os acionistas o que fazer com suas ações. Se vendê-las ou continuar com elas. Entretanto, o apoio da administração não é condição *sine qua non* para se realizar a reestruturação, uma vez que o capital das empresas negociadas<sup>xxii</sup> em Bolsa de Valores pode ser bastante pulverizado. Esta diluição do capital, muitas vezes, permite adquirir o controle administrativo da entidade com 10% das ações. Assim, basta convencer um pequeno número de acionistas a vender suas ações, para se conseguir o controle da companhia.

Uma empresa, alvo de aquisição indesejável, pode se defender de uma ataque a seu capital votante de diversas formas. As mais conhecidas são: *white-knight*, *poison pill*, *greenmail*, *recapitalização alavancada*, *goldem parachutes*, *shark repellentes*.

A estratégia *white-knight* consiste em procurar uma empresa com melhores vantagens para comprá-la, ou seja, um comprador que ofereça melhor proposta para sua aquisição. Este foi o caso da Borg-Warner Corporation,

quando a GAF's tentou, em 1987, adquiri-la. Contudo, a Warner Corporation preferiu ser adquirida por um grupo liderado pela Merrill Lynch, de quem os acionistas da Warner Corporation receberam mais por suas ações do que receberiam da GFR's.

Outra defesa, a *poison pill*<sup>xxiii</sup> ou pílulas de veneno, baseia-se em emitir títulos com vantagens especiais caso a empresa seja adquirida. Seu objetivo é deixar a empresa menos atrativa para aquisições. Por exemplo, a Questar Corporation permite aos acionistas comprar novas ações por um preço excepcionalmente baixo, caso alguém compre pelo menos 20% de suas ações.

No *greenmail*, ou pagamento anti-aquisição, a empresa alvo recompra, por meio de negociações privadas, um grande bloco de ações com um prêmio daqueles acionistas que pretendem adquirir a empresa.

Na *recapitalização alavancada* a empresa alvo buscar recursos externos, envolvendo pagamento de dividendos. Assim, cresce e fica mais cara, o que dificulta a sua aquisição.

As *Golgem parachutes* são cláusulas trabalhistas que fornecem, aos executivos estratégicos, direitos extraordinários em caso de aquisição hostil da empresa, o que torna a compra desinteressante.

O *shark repellents*, ou repelente de tubarões, são alterações feitas no estatuto da empresa alvo, ou contrato social, que dificultam a transferência do controle administrativo.

## 5 CONCLUSÃO

A crença de alguns administradores de que o modo mais rápido e seguro de crescimento da companhia é resultado de fusões e incorporações com os concorrentes, somado aos incentivos governamentais para reestruturação que outrora existiram e a visão de outros administradores que a união entre empresas faz parte do ciclo natural da entidade, criaram um “ambiente” adequado para a proliferação das fusões e incorporações.

Apesar do objetivo da reestruturação ser maximizar a riqueza dos acionistas através da geração de sinergia, nem sempre se alcança este objetivo.

A sinergia se compõe, basicamente, da diminuição de custos, levantamento de fundos, aumento da capacidade tecnológica, considerações tributárias e diversificação. As diferentes formas de sinergia podem ser mensuradas pelo fluxo de caixa incremental, o que possibilitará calcular o quanto pode ser pago por cada ação acima do valor de mercado.

Assim, não se deve avaliar uma empresa para fusão ou aquisição por seu valor de liquidação ou de mercado, mas sim por aquele que a união poderá gerar (*going-concern value*).

Esta metodologia é válida tanto para fusões quanto para aquisições de empresas ou apenas de ativos. Entretanto, o cálculo de uma fusão ou incorporação de empresa envolve outras variáveis, como as leis de livre concorrência, o tempo gasto nas negociações e aprovações dos diversos órgãos, autarquias e agências governamentais<sup>xxiv</sup> que regulam esta matéria. A saúde financeira da empresa incorporada e o montante de recursos envolvido no negócio também devem ser levados em consideração, pois podem abalar a confiança, do mercado, nas companhias.

Dessa forma, nem sempre, a reestruturação traz vantagens ao acionista que pode se defender da fusões e incorporações de diversas maneiras. Dentre elas, destacam-se: *white-knight*, *poison pill*, *greenmail*, *recapitalização alavancada*, *golgem parachutes*, *shark repellents*.

i Balança Comercial é a diferença entre as exportações e importações. A Balança Comercial mais a Balança de Serviços e a Movimentação de Capital compõem a Balança de Pagamento.

ii Empresa nacional é aquela constituída sob as leis nacionais e possui sua administração no Brasil.

iii O Decreto-Lei n. 1.182 foi elaborado pelo Antônio Delfin Neto, Marcurs Vinicius Pratini de Moraes e João Paulo dos Reis Velloso e ortorgado pelo então Presidente General Emílio G. Médice.

iv O governo britânico, em 17 de janeiro de 2001, impediu a compra da Bass, uma das grandes cervejarias do

Reino Unido, pelo grupo belga Interbrew. A Comissão de Concorrência fundamentou sua decisão no fato de que a fusão prejudicaria o interesse público, pois reduziria a concorrência, elevaria os preços e reduziria a gama de opções do consumidor. O relatório da Comissão diz que a aquisição geraria um duopólio no Reino Unido, composto pela Interbrew e a Scottish & Newcastle, controlando cerca de 60% do mercado e quatro das dez principais marcas comercializadas ali. Assim os dois grupos poderiam elevar margens de lucro e preços ao consumidor. Assim, a companhia belga terá que vender a um concorrente aprovado pelo Diretor Geral da autoridade britânica.

<sup>v</sup> São exemplos de normas que regulam a livre concorrência e a defesa do consumidor a Lei 1.521/51, Lei Delegada 4 de 26 de setembro de 1962.

<sup>vi</sup> O vernáculo fusão corresponde a tradução de “merger” no inglês.

<sup>vii</sup> GITMAN, p.734.

<sup>viii</sup> ROSS, JEFFREY e JAFFE, p. 588.

<sup>ix</sup> Os tribunais americanos entendem da mesma forma de sua doutrina que utiliza o dicionário *The Black's*, onde na sua última edição o define com “The absorption of a lesser estate into a greater estate when both become the same person's property”

<sup>x</sup> ROSS, JEFFREY e JAFFE, p. 588.

<sup>xi</sup> Aquisição é a tradução de “acquisition”. A matéria, fusão e aquisição ou merger and acquisition também é conhecida pelas siglas M&A.

<sup>xii</sup> A definição da doutrina nacional compatibiliza-se com a legal. Borba diz que na incorporação “uma sociedade absorve outra ou outras, para tanto se extinguem”

<sup>xiii</sup> Adquirir ações mediante pagamento em dinheiro, no Brasil, chama-se compra. Caso ela não tenha intuito de revenda, é classificada como compra civil. O Código Civil define compra como “...um dos contratantes se obriga a transferir o domínio de certa coisa, e outro, a pagar-lhe certo preço em dinheiro”, artigo 1.122.

<sup>xiv</sup> A definição das espécies de aquisição encontradas no livro do Gitman correspondem às mesmas classificadas no livro do Ross.

<sup>xv</sup> Gitman, p.737.

<sup>xvi</sup> Gitman considera sinergia apenas a diminuição de custos em decorrência da fusão ou aquisição.

<sup>xvii</sup> A fusão proposta pelo Hospital Corporation of America com a American Hospital Supply Corporation em 1985 teria o fundamento de que a reorganização poderia alavancar mais de um bilhão de dólares, duas vezes superior a capacidade de endividamento do Hospital Corporation of América.

<sup>xviii</sup> Ele dificulta ao máximo quitá-las. Na maioria das vezes é preciso buscar a tutela jurisdicional que, entretanto, não garante o recebimento dos direitos, pois as sentenças executórias proferidas contra ele são pagas via precatório que obedece uma ordem cronológica e pode levar décadas até ser liquidado.

<sup>xix</sup> Caso similar sofreu o Banco Santander, após a compra do Banco do Estado de São Paulo pois logo após a compra suas ações caíram significativamente.

<sup>xx</sup> O CADE não aprovou, de plano, a aquisição da KOLYNOS do Brasil S/A, atual KOLYNOS do Brasil Ltda., pela Colgate-Palmolive Company, em decorrência de compra realizada no exterior na qual a Colgate-Palmolive Company e sua subsidiária KAC Corporation adquiriram parte dos negócios mundiais de saúde bucal da American Home Products Corporation (AHP).

A autarquia concluiu que a união da KOLYNOS, líder nacional no segmento de creme dental (52% do mercado) e vice-líder em valor de vendas no segmento escova dental (20% do mercado), com a COLGATE LTDA não causaria danos à concorrência sobre os mercados de escova dental, fio dental e enxaguante bucal. Todavia, identificou danos no que tange ao mercado de creme dental. Por conseguinte, o CADE impôs diversas condições para a aquisição ser aprovada.

<sup>xxi</sup> Eles denominam este fenômeno de Efeito Co-seguro.

<sup>xxii</sup> No Brasil há duas espécies de companhias abertas, as que são negociadas em Bolsa de Valores e as que não são negociadas em Bolsa de Valores.

<sup>xxiii</sup> Este termo foi extraído do mundo da espionagem.

Acreditava-se que os agentes secretos engoliam uma pílula de cianureto, veneno letal, ao serem descobertos pelo inimigo.

<sup>xxiv</sup> A fiscalização das fusões e incorporações não se restringe ao CADE e SDE. A Comissão de Valores Mobiliários possui resoluções que devem ser obedecidas pelas partes. A Bolsa de Valores de São Paulo também está impondo, para o chamado Novo Mercado, restrições quanto ao M&A.

---

## BIBLIOGRAFIA

BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C. *Principles of Corporate Finance*. 6.ed. Irwin: McGraw-Hill, 2000.

COOLEY, Philip L. *Business Financial Management*. 3ed. The Dryden Press: McGraw-Hill, 1994.

GITMAN, Lawrence J. *Princípios de Administração Financeira*. 7.ed. São Paulo: Harbra Editora, 1997.

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey F. *Administração Financeira Corporate Finance*. São Paulo: Atlas, 1995.