

A GERAÇÃO DE SINERGIAS E SEUS IMPACTOS NA RENTABILIDADE DAS EMPRESAS NOS CASOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES *

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, siderurgic 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 which help national enterprises in the renovation of its industrial center, tecnologia obtention, and in capitalization.

This work is based on the concepts of efficiency theory and on the synergy generation, because they are the main theories about the occurency 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 the enterprises involved in the thirty three largest 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.

Key-words: mergers, acquisitions, synergies, impacts, rentability.

Classe: Artigo.

Macrotema: Finanças.

***Os Autores agradecem ao Prof. Tabajara Pimenta Júnior (FEA/RP USP) pelas suas contribuições na realização deste trabalho.**

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, auto-peças, siderúrgicas, empresas alimentícias, enfim, todos os setores já passaram por estes processos e os números indicam que esta onda é crescente.

Este trabalho descreve as fusões e aquisições dentro do contexto brasileiro e da globalização. Estas 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. Sendo assim, esta teoria é a base da pesquisa prática deste trabalho.

As pesquisas sobre os resultados destes processos não geraram conclusões uniformes: umas apontam o elevado índice de fracasso destas operações; outras alegam que tais operações geram sinergias e rentabilidade. Sendo assim, este trabalho exploratório, por meio da análise das Demonstrações Econômico-Financeiras (antes e depois da reestruturação corporativa) das empresas envolvidas nos vinte e cinco maiores processos de fusões e aquisições ocorridos entre 1995 e 1997, tentará responder se as sinergias realmente existiram nestes processos e quais foram os seus impactos na rentabilidade destas empresas.

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

1) Definições

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 com a compra de um número suficiente de participações de ações; tal compra pode ser amigável ou hostil. Segundo FERRARI (1996), no caso de uma aquisição, a empresa adquirida é tratada como um investimento pela empresa adquirente. No caso de 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 estes processos são muito similares, não foi feita distinção, neste texto, entre fusões, aquisições e incorporações. Tais processos são tratados pelos pesquisadores como *reestruturações corporativas*.

2) Introdução

Os números relativos aos processos de fusões e aquisições no país são crescentes. Tais números serão apresentados no item 5.1 deste trabalho e se referem a negócios com valor superior a R\$ 15 milhões. Em 1994 foram 175 processos e em 1999 foram 309. Espera-se um recorde no número e no montante financeiro de tais transações no ano 2000.

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

Segundo ROSS (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, devido até mesmo ao caráter secreto destas transações. Segundo SAMUELS & WILKES (1996), são muitas as questões sobre fusões e aquisições que continuam sem respostas, inclusive sobre quais são os resultados obtidos pelas empresas que passaram por estes processos.

Os supostos ganhos de eficiência e sinergias - principais motivos apontados pelos pesquisadores como propulsores destas operações - precisam ser mensurados, já que nem podem ocorrer em casos de reorganizações corporativas mal feitas, gerando maiores custos para as empresas. Este trabalho busca

verificar os impactos observados na rentabilidade das empresas que passaram por processos de reestruturações corporativas e tentar explicar quais foram os motivos que os geraram (possíveis sinergias). Desta forma, acompanhou-se a evolução dos seguintes índices: rentabilidade do patrimônio líquido, custo dos produtos vendidos sobre receitas líquidas e despesas administrativas sobre receitas líquidas - já que estes são os principais indicadores de sinergias e rentabilidade passíveis de constatação e mensuração através dos demonstrativos publicados pelas empresas.

3) Objetivos

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

O foco deste trabalho é a análise dos índices de sinergias e de rentabilidade do patrimônio líquido (RPL), de empresas selecionadas - especificadas a seguir - que adquiriram outras empresas ou que realizaram uma fusão ou 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 desta magnitude em tão pouco tempo.

As empresas escolhidas para o desenvolvimento deste estudo foram as vinte e cinco maiores empresas envolvidas em negócios de fusões, aquisições e incorporações entre 1995 e 1997, em termos do valor do negócio. Os resultados obtidos não podem ser generalizados. As fusões e aquisições que serviram de amostra para este estudo estão especificadas a seguir. Duas amostras foram fornecidas para a realização deste trabalho, uma pela KPMG e outra pela Deloitte Touche Tohmatsu. Estas amostras apontaram os setenta maiores processos de reestruturações corporativas ocorridos no país entre 1995 e 1997, porém, quarenta e cinco empresas que compõem tais amostras não publicam seus demonstrativos

econômico-financeiros ou não tiveram troca de gestão neste período, sendo assim, não puderam ser analisadas.

Tabela 3.1 - A Amostra da Pesquisa

Empresa	Setor	Comprador	Ano	Valor- US\$ milhões
BFB	Financeiro	Banco Itaú	1996	504
CST	Siderurgia	Acesita	1996	412
Lacta	Alimentos	Philip Morris	1996	240
Arno	Eletrodoméstico	SEB	1997	162
Paulista Seguros	Seguros	Liberty Mutual	1996	105
Salgema	Químico/Petroq.	CPC/Odebrecht – Trikem S/A	1996	103
Celite	Mat. Constr.	Incepa	1996	100
Plascar	Auto-peças	BTR	1995	90
Itap	Papel/Celulose	Dixie Toga	1997	73
Metal Leve	Auto-peças	Mahle	1997	65
Cofap	Auto-peças	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.o*
Santista Alimentos	Alimentos	Bunge	1997	N.o
Bom Preço	Supermercado	Royal Ahold	1997	N.o
Ciquine	Petroquímico	Mitsubishi	1996	N.o
Estrela	Brinquedos	Investidores	1996	N.o
Sade Vigesa	Bens de Capital	Inepar	1996	N.o

Fonte: KPMG/Deloitte Touche Tohmatsu. *N.o - Não obtido/divulgado.

4) Impasse sobre os Impactos das Reorganizações nas Empresas

O processo de reorganização das empresas, que fazem fusões ou aquisições, vai determinar a existência destas corporações no futuro. Segundo KEY (1995), este processo de integração entre empresas é o ponto crucial após as fusões; e, é o êxito neste processo, que vai determinar o sucesso da empresa conjugada, refletindo-se nos índices de rentabilidade. Quanto mais rápido for feita a integração das empresas, mais rápido aparecerão as sinergias.

Segundo ROSS (1995), os resultados obtidos pelas empresas que passam por estes processos não podem ser medidos facilmente. Segundo SAMUELS & WILKES (1996), é de fato muito difícil mostrar se uma fusão ou aquisição gerou ganhos para as partes envolvidas. Afinal, as fusões e aquisições geraram sinergias nos maiores processos de reestruturações corporativas ocorridos no Brasil

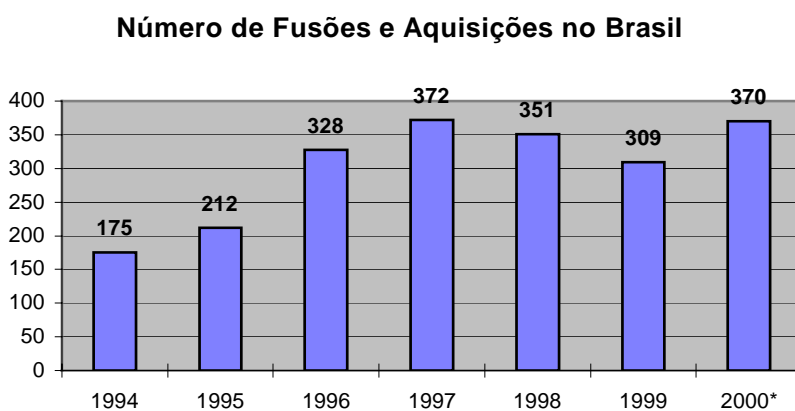
nos últimos anos? E a rentabilidade destas empresas aumentou em decorrência de tais sinergias? Os resultados mostrados adiante responderão tais perguntas.

5) Impactos das Fusões e Aquisições nas Empresas Brasileiras

5.1) Fusões e Aquisições em Números

Os números destes negócios, segundo informações da KPMG, apresentam tendência de crescimento. Tais números de transações estão abaixo apresentados.

Gráfico 5.2 - Número de Negócios no Brasil.



Fonte: KPMG. * Previsão.

A grande mudança observada nos últimos anos sobre estes processos é que em 1991, segundo informações da Price Waterhouse Cooper publicadas na página B6 do Caderno Empresas e Negócios do Jornal Valor no dia 09 de maio de 2000, a participação do capital estrangeiro em tais processos era de apenas 25% e em 1999 foi de 70%.

As empresas que trabalham com a intermediação destes processos esperam um aumento do número de negócios, pois as altas taxas de juros agravaram e agravam os problemas estruturais das empresas brasileiras, a desvalorização do real fez as empresas ficarem mais baratas para os compradores externos e a estabilidade econômica volta a atrair os investimentos diretos no país.

5.2) Competitividade e Globalização no Contexto das Fusões e Aquisições

De acordo com POST (1994), uma das razões pelas quais as empresas realizam uma fusão, aquisição ou joint-venture é a aquisição de P & D e novos sistemas. As inovações tecnológicas podem, assim, ser transferidas entre empresas.

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

Em nível internacional os processos de fusões e aquisições se devem 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 et alli (1996), a onda de fusões e aquisições é consequência direta do processo de globalização da economia.

6) As Teorias

Existem diversas teorias que procuram explicar as razões dessas transações. A teoria da eficiência - que trata dos ganhos de sinergias – foi a mais citada pelos pesquisadores deste assunto. Sendo assim, este trabalho relaciona os possíveis benefícios decorrentes das sinergias com os impactos na rentabilidade das empresas analisadas.

6.1) Teoria da Eficiência

Segundo ROSS (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 outra nos casos de reestruturações.

6.1.1) A Geração de Sinergias e a Reorganização Empresarial

Segundo ROSS (1995), sinergia é a diferença de valor de mercado entre a empresa combinada e a soma de valores de cada empresa antes da junção. As sinergias decorrentes das fusões se devem a economias de escalas resultantes da redução do custo indireto da empresa, conseqüentemente, elevando seu lucro a um nível superior à soma de seus lucros como empresas independentes.

As principais fontes de sinergia de acordo com ROSS (1995), são:

- aumento de Receitas;
- diminuição de Custos;
- diminuição de Impostos;
- diminuição dos Custos de Capital.

Porém, segundo KEY (1995), os ganhos sinérgicos podem demorar para aparecer se a reestruturação das empresas demorar para ser concluída ou podem nem ocorrer se não for feita para reduzir a estrutura das empresas, para integrar os departamentos, para eliminar as tarefas redundantes e pessoal em excesso. Se a reestruturação não for feita de forma rápida e eficiente, além das 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 resultando em índices de rentabilidade baixos ou prejuízos. A possibilidade de tal fato ter ocorrido nas empresas que apresentaram resultados piores após a realização de uma fusão ou aquisição também será investigada nas demonstrações das empresas e apresentadas nos resultados obtidos.

6.1.1.1) Redução de Custos

A redução de custos ocorre quando uma empresa conjugada pode operar de forma mais eficiente que duas empresas separadas. Segundo ROSS (1995), pode-se conseguir um aumento de eficiência operacional de várias maneiras diferentes, devido aos seguintes fatores:

- 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.

6.1.1.2) Ganhos Fiscais

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

6.1.1.4) Custo de Capital

O custo de capital da empresa conjugada pode ser menor do que a das empresas separadas, diminuindo assim, no médio e longo prazo as despesas financeiras.

7) Metodologia da Pesquisa

Segundo MATARAZZO (1997), o principal índice de rentabilidade é o do patrimônio líquido (RPL). Sendo 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 (DA). Os demais indicadores não serão utilizados devido a problemas na mensuração dos resultados obtidos, explicados adiante.

Tabela 7.1 – Os indicadores de Sinergias Utilizados

Ítem	Índicadores	Objetivo
Custo dos Produtos Vendidos	Evolução Percentual do CPV sobre Receitas Líquidas (RL).	Verificar se as empresas analisadas apresentaram economias de escala, depois que adquiriram maior porte, poder de negociação e de mercado. Esta economia pode ser oriunda de uma maior pressão sobre os fornecedores, do <i>global sourcing</i> e da reorganização das corporações.
Despesas	Evolução Percentual das Despesas	Verificar se a integração entre as empresas gerou reduções de

Administrativas e Gerais	Administrativas e Receitas Líquidas.	e Gerais sobre despesas administrativas e gerais, provavelmente oriunda 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 uma melhor gestão da empresa e de maior eficiência.
--------------------------	--------------------------------------	--

A forma de contabilização dos impostos impede a verificação de reduções destes gastos das empresas, já que na conta contábil '*deduções da receita bruta*' são agregados vários impostos, descontos comerciais, descontos financeiros, abatimentos e devoluções. Sendo assim, tal indicador de geração de sinergia não foi utilizado.

As mudanças nas taxas de juros do país ocorridas nos últimos anos impedem a constatação de reduções no custo de capital das empresas - medido pelo montante de despesas financeiras - sendo assim, tal indicador de geração de sinergia não foi utilizado.

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

Considerando estas limitações descritas acima, este trabalho analisa a geração de sinergias operacionais (reduções do custo dos produtos vendidos e despesas administrativas).

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

Os resultados obtidos nos índices de sinergias serão comparados aos resultados obtidos da RPL.

Os efeitos da variação cambial sobre a rentabilidade foram excluídos, já que representaram um efeito extraordinário sobre os indicadores das empresas.

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

8) Resultados Observados

8.1) Evolução do índice Custo dos Produtos Vendidos sobre Receitas Líquidas – CPV/RL

Foram analisadas 18 empresas, sendo que 12 (66,7% da amostra) apresentaram redução do índice CPV/RL. Apenas 06 (33,3%) tiveram um aumento de tal índice, ou seja, os resultados foram piores.

Entre as empresas que apresentaram resultados positivos, a redução percentual média de tal 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 de tal 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 destas 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. As seguradoras e bancos não têm CPV, portanto, não foram analisadas. Além disto, o custo de captação dos bancos é suscetível a aspectos econômicos de difícil isolamento.

É válido destacar que algumas empresas apresentaram reduções percentuais significativas de CPV, como a Mahle, a Celite e a Incepa. Das empresas que apresentaram aumentos percentuais significativos de CPV, a Inepar destaca-se com um índice de 36,9%.

s dados referentes à evolução do CPV/RL estão apresentados nas tabelas seguintes.

Tabela 8.1.1 - Evolução do índice CPV sobre RL – para as 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
Nº de Empresas	12			
Porcentagem do Total de Empresas	66,7%			

Tabela 8.1.2 - Evolução do índice CPV sobre RL – para as 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
Nº de Empresas	6			
Porcentagem do Total de Empresas	33,3%			

Tabela 8.1.3 - Evolução Média do índice CPV/RL de Toda a Amostra

18 Empresas	AR	UA	Variação	Conceito
ÍNDICE CONSOLIDADO	72,2%	69,3%	4%	Melhorou

8.2) Evolução do Índice de Despesas Administrativas sobre Receitas Líquidas – DA/RL

Foram analisadas 25 empresas, sendo que 18 (72% da amostra) apresentaram redução do índice DA/RL e apenas 7 apresentaram aumento do índice DA/RL, ou seja, tiveram resultados piores.

Entre as empresas que apresentaram resultados positivos, a redução percentual média de tal 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 de tal 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 destas 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 apresentaram reduções de despesas administrativas. Algumas apresentaram aumentos de tais despesas.

É válido destacar que algumas empresas apresentaram reduções percentuais de tal índice muito significativas. As empresas que mereceram destaque nesta avaliação são: Celite, Mahle, Serrana, Estrela, Santista e Acesita. Os dados referentes à evolução do índice DA/RL estão apresentados nas tabelas seguintes.

Tabela 8.2.1 – 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
Nº de Empresas	18			
Porcentagem do Total	72%			

Tabela 8.2.2 - Evolução do Índice DA/RL – Piores Índices em 1999

Empresa	AR	UA	Varição	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%	Melhorou
Nº de Empresas	7			
Porcentagem do Total da Amostra	28%			

Tabela 8.2.3 - Evolução Média do índice DA/RL de Toda a Amostra

25 Empresas	AR	UA	Varição	Conceito
ÍNDICE CONSOLIDADO	12,1%	9,4%	-22,4%	Melhorou

8.3) Evolução do Índice de Rentabilidade do Patrimônio Líquido (RPL)

Foram analisadas 25 empresas, sendo que 18 (72% da amostra) apresentaram uma RPL maior no último ano analisado (1999) em comparação com o ano da mudança do controle. É válido destacar que 18 empresas (72% da amostra) apresentaram lucro no ano de 1999, sendo que no ano da mudança de controle, 15 empresas (60% da amostra) tiveram lucro. Estas empresas que apresentaram resultados positivos, tiveram um índice médio e mediano de rentabilidade do patrimônio líquido de -63% e de -1,9% no ano da mudança e em 1999 tais índices subiram para 23,3% e 15,5%; respectivamente. O índice mediano evita que índices muito altos ou baixos de uma empresa influenciem nas conclusões a serem obtidas.

Apenas 07 empresas (28% da amostra) apresentaram uma RPL menor no último ano analisado em comparação com o ano da mudança do controle, sendo que apenas 07 (28% da amostra) apresentaram prejuízo em 1999, enquanto que no ano da mudança de controle este número foi de 10 empresas (40% da amostra).

As 25 empresas analisadas apresentaram um índice de RPL médio e mediano de -43,4% e 0,7% no ano da mudança de controle e de 13,4% e 11% no ano de 1999, respectivamente.

Os índices de rentabilidade do patrimônio líquido e a variação de tais índices do ano da mudança até 1999, estão apresentados nas tabelas seguintes.

Tabela 8.3.1 - Evolução da RPL e Variação Numérica do Índice para as Empresas que Apresentaram Variações Negativas

Empresa	AR	UA	Variação	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%	-11,9%	-18,9	Piorou
Índice Mediano	7,5%	-17,4%	-24,9	Piorou
Nº de Empresas	7		pontos	
Porcentagem do Total da Amostra	28%		pontos	

Tabela 8.3.2 - Evolução da RPL e Variação Numérica do Índice para as Empresas que Apresentaram Variações Positivas

Empresa	AR	UA	Variação	Conceito
Estrela	-508,0%	23,1%	531,1%	Melhorou
Kraft Lacta Suchard	-453%	-24%	429%	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%	23,3%	86,3	Melhorou
			pontos	
Índice Mediano	-1,9%	15,5%	17,4	Melhorou
			pontos	
Nº de Empresas	18			
Porcentagem do Total da Amostra	72%			

Tabela 8.3.3 - Evolução Média do índice de RPL de Toda a Amostra

25 Empresas	AR	UA	Variação	Conceito
ÍNDICE MÉDIO CONSOLIDADO	-43,4%	13,4%	56,8	Melhorou
			pontos	
ÍNDICE MEDIANO CONSOLIDADO	0,7%	11%	10,3	Melhorou
			pontos	

8.4) Sinergias versus Rentabilidade

Confrontando-se os resultados obtidos no índice CPV/RL com o índice de RPL, pode-se observar que 10 empresas (55,5% da amostra) apresentaram resultados na mesma direção entre estes índices. Ou seja, se o primeiro indicou um melhor resultado, o segundo também e vice versa. Apenas 08 empresas não apresentaram resultados semelhantes para tais índices.

Confrontando-se os resultados obtidos no índice DA/RL com o índice de RPL, pode-se observar que 20 empresas (80% da amostra) apresentaram resultados na mesma direção entre estes índices. Ou seja, se o primeiro indicou um melhor resultado, o segundo também e vice versa. Apenas 05 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 09 empresas (50% da amostra de empresas que teve os três índices analisados) apresentaram resultados na mesma direção entre estes índices. Ou seja, se um índice apresentou melhor resultado, os outros também e vice versa. Outras 09 empresas não apresentaram resultados semelhantes para os três índices. Apenas 01 empresa apresentou piora em todos os índices enquanto 08 empresas apresentaram resultados positivos em todos os índices.

9) Conclusões

Este trabalho foi dividido em duas partes. A primeira tratou do embasamento teórico, abrangendo a definição de fusões e aquisições, as principais teorias e o impasse existente entre os pesquisadores sobre a geração de sinergias *versus* os problemas da reestruturação organizacional, mostrando, assim, os objetivos desta pesquisa. Esta parte relatou também a importância das fusões e aquisições para aumentar a competitividade das empresas brasileiras em um ambiente de globalização.

Das teorias existentes sobre os motivos da ocorrência de fusões e aquisições, a da eficiência – que trata dos ganhos de sinergias – recebeu o maior destaque por parte dos pesquisadores do assunto, sendo assim, esta teoria foi a base da pesquisa prática deste trabalho

A segunda parte deste trabalho começou com a descrição da metodologia utilizada e dos índices de sinergia e rentabilidade utilizados. A seguir foram feitas tabelas que apresentaram a situação dos índices de CPV/RL, DA/RL e RPL para cada empresa analisada no ano da fusão ou aquisição e no último ano analisado (1999). Estas tabelas foram divididas conforme o resultado observado.

Conclui-se que 66,7% das empresas apresentaram reduções do índice CPV/RL. Algumas empresas apresentaram reduções de até 24%. A média de redução foi de 4%. A redução de tal índice pode ser decorrente dos seguintes fatores: redução 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, os ganhos decorrentes de uma melhor gestão e maior eficiência, reduziram as despesas administrativas destas empresas. Algumas empresas apresentaram reduções de até 65,5%. A média de redução foi de 22,4%. A redução deste índice pode ser decorrente dos seguintes fatores: corte de pessoal, redução do número de departamentos, redução 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.

Quanto ao índice de RPL, conclui-se que 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.

Observou-se que 10 empresas (55,5% da amostra) apresentaram redução no índice CPV/RL e aumento do índice de RPL e apenas uma empresa apresentou aumento nos índices CPV/RL e DA/RL e redução no índice de RPL; 20 empresas (80% da amostra) apresentaram redução no índice DA/RL e aumento do índice de RPL ou vice versa; e que 09 empresas (50% da amostra de empresas que teve os três índices analisados); apresentaram redução nos índices CPV/RL e DA/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. Assim, conclui-se que grande parte das empresas apresentou reduções no índice de custo dos produtos vendidos e despesas administrativas com conseqüente aumento na rentabilidade, comprovando-se a existência de sinergias nestes processos de fusões e aquisições de empresas.

10) 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. In: SEMEAD - SEMINÁRIOS DE ADMINISTRAÇÃO DA FEA-USP, 1. São Paulo, 1996.

FERRARI, L. F. *Aquisições, fusões e incorporações*: estudo de uma solução para o desenvolvimento empresarial na Era da Globalização. São Paulo, 1996. 89 p. Dissertação (Mestrado) - FEA/USP.

GITMAN, L. J. *Princípios de administração financeira*. 7. Ed. São Paulo, HARBRA, Editora 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*. 4. 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*. In: SEMEAD - SEMINÁRIOS DE ADMINISTRAÇÃO DA FEA-USP, 1. São Paulo, 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*. 6^a ed. London, International Thomson Business, 1996.

