

---

# ANÁLISE DO DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO E DA CRIAÇÃO DE SINERGIAS EM PROCESSOS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES DO MERCADO BRASILEIRO OCORRIDOS ENTRE 1995 E 1999

---

ARTIGO – ECONOMIA DE EMPRESAS

*Marcos Antônio de Camargos*

Doutorando no curso de Administração do CEPEAD-UFMG, professor e coordenador do curso de Administração do Centro Universitário de Belo Horizonte – UNI-BH.

*E-mail:* mcamargos@cepead.face.ufmg.br

Recebido em: 28/02/2005

Aprovado em: 16/06/2005

*Francisco Vidal Barbosa*

Pós-Doutor pela Universidade de Harvard e professor Adjunto do CAD/CEPEAD/FACE/UFMG.

*E-mail:* fbarbosa@face.ufmg.br

## RESUMO

Caracterizado pela concentração de capitais, reestruturação patrimonial, organizacional e societária, e por movimentos cíclicos (ondas), o fenômeno das fusões e aquisições vem redefinindo e modificando o ambiente empresarial e gerencial. Tal fenômeno pode ser visto como uma resposta das organizações ao ambiente cada vez mais competitivo da economia nacional e internacional. Neste artigo, faz-se uma análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em empresas brasileiras que passaram por processos de fusão ou aquisição entre 1995 e 1999, utilizando-se o arcabouço teórico da Análise Fundamentalista. O estudo foi empreendido por meio da comparação dos valores médios de índices no triênio anterior e no posterior à união das empresas. Identificou-se uma piora na situação financeira das empresas analisadas após a combinação, uma melhora na situação econômica e que tais processos geraram sinergias operacionais e gerenciais.

**Palavras-chave:** Fusões e Aquisições, Fusões e Aquisições no Mercado Brasileiro, Desempenho Econômico-Financeiro, Sinergias, Análise Fundamentalista.

## *PERFORMANCE AND SYNERGISM OF BRAZILIAN MERGERS AND ACQUISITIONS THAT OCCURRED BETWEEN 1995 AND 1999*

### *ABSTRACT*

*Mergers and acquisitions are changing the business and management environment, which is characterized by capital concentration, organizational restructuring and cyclical movements. This may be viewed as a response of organizations to sharpening competition here as well as abroad. The theoretical framework of Fundamentalist Analysis was used to analyze the financial performance and synergism of Brazilian companies involved in mergers and acquisitions between 1995 and 1999. The average index values of these companies were compared in the triennium before and after the fact. Results showed a deterioration of the financial situation and an improvement of the economic situation accompanied by operational and managerial synergisms.*

**Key words:** *Mergers and Acquisitions, Mergers and Acquisitions in the Brazilian Market, Economic-Financial Performance, Synergies, Fundamentalist Analysis.*

## 1. INTRODUÇÃO

SCHERER e ROSS (1990), com base no mercado norte-americano, assinalam quatro ondas de fusões e aquisições, ou simplesmente F&As, que desempenharam um papel relevante em âmbito mundial na concentração de capitais, reestruturação patrimonial e consolidação de setores econômicos: *The Great Merger Wave* (1887-1904); *The Merger Movement* (1916-1929); *The 1960s Conglomerate Merger Wave* e *The Wave of the 1980s*.

Para WAACK (2000), a quarta onda pode ser dividida em duas fases ou décadas, anos 80 e 90, no que se refere aos objetivos das F&As. Nos anos 80, as F&As visavam: especialização no *core business*, acesso a novos mercados e tecnologias, maior poder econômico e de competição, melhoria de eficiências estruturais e operacionais, diminuição do risco. Nos anos 90, o cenário recessivo, de competição, de internacionalização e de dificuldades financeiras, fez com que as F&As visassem a manutenção da autonomia ou simplesmente a sobrevivência do negócio.

Abrangendo tudo isso, de maneira quase incontrolável, a internacionalização das atividades econômicas tem provocado o aumento da competição empresarial, característica do fenômeno conhecido como globalização. Nesse cenário, a concentração de capitais e a reestruturação patrimonial, organizacional e societária ganharam destaque, em razão das atividades de F&As, vistas em muitas situações como uma adequação viável às novas condições econômicas vigentes, tanto no ambiente econômico nacional como no internacional.

Abordando o cenário da onda de F&As dos anos 90, este artigo tem por objetivo analisar o desempenho econômico-financeiro e a criação de sinergias em algumas sociedades anônimas brasileiras de capital aberto que passaram por processos de fusão ou aquisição. Está estruturado da seguinte forma: a seção 2 apresenta uma breve

revisão dos aspectos teóricos; a seção 3 expõe a metodologia de pesquisa, seguida da discussão e apresentação dos resultados na seção 4; finaliza-se com as conclusões e as referências, nas seções 5 e 6 respectivamente.

## 2. REVISÃO DA LITERATURA

### 2.1. Terminologia e conceitos

Segundo ROSS, WESTERFIELD e JAFFE (2002), na fusão ou consolidação as firmas envolvidas geralmente têm porte semelhante e combinam-se por meio de uma simples permuta de ações, dando origem a uma outra firma, enquanto na aquisição ocorre a compra de uma firma por outra, e somente uma delas mantém a identidade.

A Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6404/76), em seu artigo 227, conceitua aquisição (incorporação) como uma “operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações” e, em seu artigo 228, propõe a seguinte definição para fusão: “operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações”. Isto é, o processo de fusão resulta no desaparecimento das duas firmas existentes anteriormente e no surgimento de uma nova firma, o que na literatura internacional é chamado de consolidação (*consolidation*).

Pode-se dizer, conforme assinalam ROSS, WESTERFIELD e JAFFE (2002), que a fusão ou consolidação é uma das formas de uma empresa adquirir outra empresa e estruturar a negociação por meio de uma permuta de ações.

### 2.2. Motivos subjacentes aos Processos de Fusões e Aquisições

O Quadro 1 apresenta os principais motivos para as F&As, assinalados na literatura econômico-financeira:

Quadro 1: Motivos para Fusões & Aquisições

Expectativas Assimétricas	diferentes expectativas sobre o futuro levam os investidores a atribuírem valores diferentes a uma mesma firma, ocasionando propostas de compra
Compensações e Incentivos Tributários	advindos de créditos tributários, relativos à compensação de prejuízos acumulados por uma das empresas envolvidas nos lucros de exercícios futuros da outra firma, conforme percentuais autorizados pela legislação brasileira
Custos de Reposição e Valores de Mercado <sup>1</sup>	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 da firma for menor do que a unidade (“Q de Tobin” < 1)
Busca de Economias de Escala (Sinergias Operacionais e Gerenciais)	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 ( <i>know-how</i> )
Efeitos Anticompetitivos e Busca do Poder de Monopólio	advindos de ganhos com o aumento da concentração de mercado e da conseqüente redução da competição
Redução do Risco de Insolvência	advinda da fusão entre duas ou mais firmas com fluxos de caixa sem correlação perfeita (F&As conglomerado e co-seguro)

Fonte: MANNE (1965), MUELLER (1969), GORT (1969), JENSEN (1986), SCHERER e ROSS (1990) e KLOECKNER (1994).

O motivo investigado nesta pesquisa é o da busca de economias de escala, ou de sinergias operacionais e gerenciais, advindas dos processos de F&As analisados, conforme será descrito mais detalhadamente na metodologia.

### 2.3. Principais sinergias de uma Fusão ou Aquisição

WESTON e BRIGHAM (2000) definem sinergia como a condição pela qual o todo é maior do que a soma de suas partes; em uma fusão sinérgica, o valor pós-fusão supera a soma dos valores pré-fusão das empresas separadas.

Segundo LEMES JR., RIGO e CHEROBIM (2002), as fontes de sinergias em F&As são:

- economias de escalas operacionais: advindas da redução/eliminação de custos e despesas com atividades corporativas (*marketing*, finanças, recursos humanos, etc.);
- economias financeiras: advindas de uma melhor estrutura de capital e maior capacidade de

alavancagem com menores custos de endividamento;

- melhorias na eficiência gerencial: advindas da substituição de administração ineficiente, com conseqüente melhora no desempenho econômico e financeiro, além de outros fatores como eliminação de níveis hierárquicos, de pessoal com funções, processos e atividades redundantes, etc.;
- maior poder de mercado: o porte maior da empresa resulta em um maior poder de mercado, de negociação e de competição;
- economias fiscais: advindas da utilização de isenções e compensações autorizadas pela lei, como é o caso do uso de prejuízos fiscais decorrentes de prejuízos operacionais, além do planejamento tributário ou da eliminação de bitributação.

No contexto brasileiro, pode-se dizer que as F&As visam obter maior porte e, conseqüentemente, maior poder de barganha e de

<sup>1</sup> Este motivo é muito utilizado por empresas que querem ingressar em novos mercados e, para isso, fundem-se com outras ou adquirem empresas já existentes, aproveitando a base de clientes, *know-how*, tecnologia e estruturas físicas e de pessoal destas últimas. Dessa forma, várias etapas seriam eliminadas caso as empresas fizessem investimentos em novas unidades produtivas – *greenfield investment*.

mercado, por meio das seguintes sinergias: aumento da eficiência das empresas envolvidas (operacional e gerencial), redução de custos e despesas (administrativas e gerais) e redução de impostos e do custo de capital.

#### 2.4. Fusões e Aquisições no Mercado Brasileiro

Segundo TRICHES (1996), no início da década de 90 a economia brasileira iniciou um grande processo de mudanças, em decorrência da abertura comercial. Grande parte dos processos de fusão e aquisição ocorridos desde então está associada ao quadro de recessão, às altas taxas de juros praticadas no mercado financeiro, à implementação de sucessivos planos de estabilização, aos congelamentos de preços e salários, além de ao grave problema de sucessão familiar.

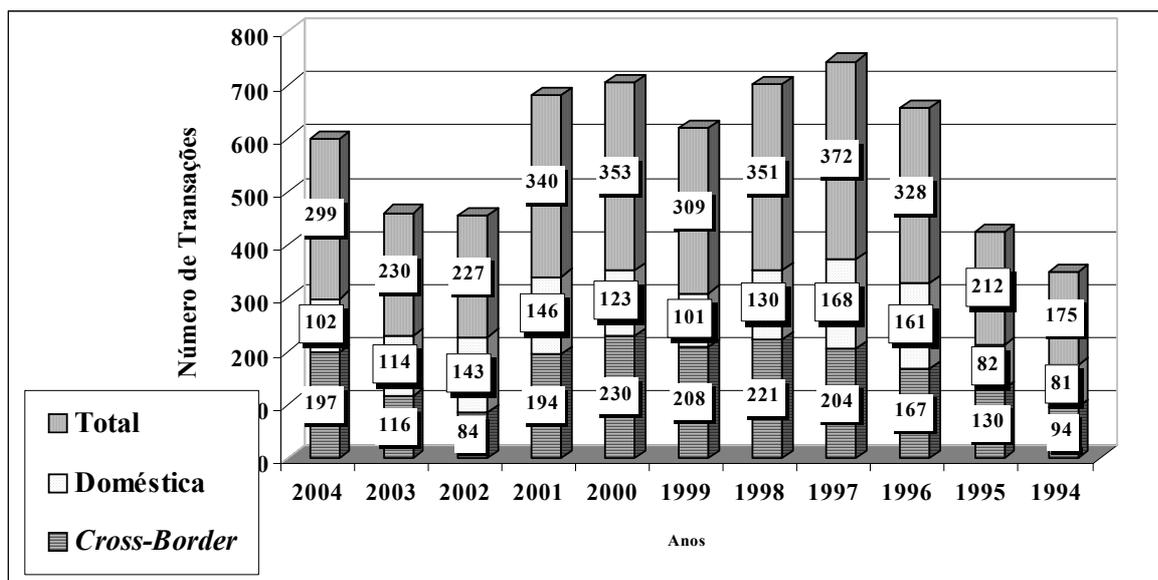
No mercado brasileiro, o órgão responsável pela análise dos atos de concentração empresarial, por meio do cumprimento da Lei 8.884/94<sup>2</sup>, é o

Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), assessorado por duas secretarias: Secretaria de Direito Econômico (SDE) e Secretaria de Acompanhamento Econômico (SEAE), vinculadas aos Ministérios da Justiça e da Fazenda respectivamente, que juntos formam o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC).

A economia brasileira tem acompanhado a evolução das F&As na economia mundial, conforme se pode observar pelo número de transações apresentadas no Gráfico 1. No período considerado, entre 1994 e 2004, ocorreram 3.196 processos de F&A, dos quais 1.351 envolveram apenas firmas brasileiras (domésticas) e 1.845 uma firma brasileira e uma estrangeira (*cross-border*).

Segundo pesquisa da KPMG (2005), os cinco primeiros setores com maior número de transações foram: alimentos, bebidas e fumo; petroquímico; telecomunicações; instituições financeiras e tecnologia de informação.

Gráfico 1 : Evolução do número de F&As no Brasil entre 1994 e 2004



Fonte: Elaborado pelos autores com dados da KPMG, 2005.

<sup>2</sup> Também denominada Lei de Defesa da Concorrência, estabelece em seu artigo 54 (parágrafo 1º) as diretrizes legais que devem ser observadas nos atos de concentração empresarial da economia brasileira.

## **2.5. A Análise das Demonstrações Financeiras (Análise Fundamentalista)**

A Lei nº 6.404/76 obriga todas as S/As a elaborar e publicar as seguintes demonstrações financeiras: Balanço Patrimonial (BP), Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido (DMPL), Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR)<sup>3</sup>, acompanhadas de um Relatório da Administração, Notas Explicativas e Parecer do Conselho Fiscal (interno) e de Auditores Independentes (externo).

A análise dessas demonstrações, principalmente do BP e da DRE, constitui um dos estudos mais relevantes da Administração Financeira, por ser uma importante fonte de informações para a tomada de decisões num ambiente empresarial cada vez mais competitivo. Esse tipo de análise é denominado de Análise Fundamentalista.

Segundo WESTON e BRIGHAM (2000), as demonstrações financeiras divulgam tanto a posição de uma empresa em um determinado período, quanto suas operações no decorrer de algum período passado, além de poderem ser utilizadas na previsão de lucros e dividendos futuros.

Para ASSAF NETO (2003), a análise das demonstrações financeiras visa basicamente uma avaliação do desempenho da empresa, notadamente como forma de identificar os resultados (conseqüências) retrospectivos e prospectivos das diversas decisões financeiras tomadas.

Dentre as diversas técnicas indicadas pela literatura especializada para a análise do desempenho de uma empresa destaca-se a Análise de Índices Econômico-Financeiros, definida como uma técnica que considera os diversos demonstrativos contábeis como fonte de dados e informações, que são compilados em índices e indicadores, cuja análise histórica possibilita identificar a evolução do desempenho econômico-financeiro da empresa, bem como projeções de possíveis resultados futuros.

Segundo SILVA (2001), os índices financeiros são relações entre contas ou grupos de contas das demonstrações financeiras, que têm por objetivo

fornecer informações que não são fáceis de serem visualizadas de forma direta nas demonstrações financeiras. A análise geralmente é feita sobre quatro grandes grupos que sinalizam determinadas características da empresa: liquidez, estrutura, rentabilidade e rotação.

MARION (2002) destaca que o conhecimento da situação econômico-financeira de uma empresa só é possível por meio da análise de três pontos fundamentais: *liquidez e endividamento* (situação financeira) e *rentabilidade* (situação econômica). No contexto desta pesquisa, a análise desses indicadores será feita de maneira agregada, isto é, por meio da média dos indicadores, calculados no período anterior e posterior ao ano da combinação para todas as empresas, conforme descrito na metodologia.

## **3. METODOLOGIA**

Este artigo analisará o desempenho econômico-financeiro de empresas combinadas e se esses processos resultaram em sinergias para as empresas envolvidas. A pesquisa abrangeu somente sociedades anônimas de capital aberto, em razão de haver maior facilidade de acesso às demonstrações financeiras dessa forma organizacional.

A lista das firmas com os respectivos anos das combinações foi obtida da Consultoria LAFIS, enquanto os demonstrativos financeiros (balanço patrimonial e demonstração do resultado do exercício) e os respectivos indicadores econômico-financeiros foram obtidos da Consultoria Económica.

Dos 21 processos de F&As identificados, listados na Tabela 1, foram escolhidas 24 empresas cuja combinação ocorreu entre 1995 e 1999. A escolha desse período de análise teve por objetivo evitar problemas monetários e inflacionários, visto que em julho de 1994 foi implementado o Real. Além disso, esse período apresentou um elevado número de processos de F&A, conforme se pode observar no Gráfico 1, em razão das privatizações realizadas pelo governo brasileiro na segunda metade da década de 1990. A escolha dessas empresas e não de outras deve-se à dificuldade de acesso às informações e demonstrativos financeiros da maioria das empresas que passaram por combinações nesse período.

---

<sup>3</sup> Existe um Projeto de Lei em tramitação no Congresso Nacional que propõe a substituição desse demonstrativo pela Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC).

**Tabela 1: Amostra utilizada na pesquisa\***

	<b>Empresa</b>	<b>Setor</b>	<b>Adquirente</b>	<b>Ano da Combinação</b>	<b>Tipo</b>
1	<b>Plascar</b>	Autopeças	BTR	1995	Aquisição
2	<b>Fras-le</b>	Autopeças	<b>Randonpar</b>	1996	Aquisição
3	Açonorte	Siderurgia	<b>Gerdau</b>	1996	Aquisição
4	BFB	Itaú	<b>Banco Itaú</b>	1996	Aquisição
5	RIB	Siderurgia	<b>Millenium</b>	1996	Aquisição
6	Sade Vigesa	Bens de Capital	<b>Inepar</b>	1996	Aquisição
7	<b>CST</b>	Siderurgia	<b>Acesita</b>	1996	Aquisição
8	<b>Ciquine</b>	Petroquímico	Mitsubishi	1996	Aquisição
9	<b>Estrela</b>	Brinquedos	Grupo de Investidores	1996	Aquisição
10	Salgema Mineração	Químico / Petroquímico	<b>Trikem</b>	1996	Aquisição
11	<b>Cofap</b>	Autopeças	Magneti Marelli	1997	Aquisição
12	BCN	Financeiro	<b>Bradesco</b>	1997	Aquisição
13	<b>Ceval</b>	Alimentos	Bunge	1997	Aquisição
14	Cotenor e Cebractex	Têxtil	<b>Coteminas</b>	1997	Aquisição
15	<b>Arno</b>	Eletrodomésticos	SEB	1997	Aquisição
16	Itap	Papel / Celulose	<b>Dixie Toga</b>	1997	Aquisição
17	<b>Chapécó</b>	Alimentos	Grupo Macri	1998	Aquisição
18	<b>Metal Leve</b>	Autopeças	Mahle	1998	Aquisição
19	<b>Cosipa</b>	Siderurgia	<b>Usiminas</b>	1998	Fusão
20	CTBC	Telecomunicação	<b>Telesp</b>	1999	Aquisição
21	Antarctica	Bebidas	<b>Brahma</b> <sup>4</sup>	1999	Fusão

(\*) Somente as empresas em negrito fizeram parte da análise.

Fonte: Elaborada pelos autores (dados de pesquisa).

A análise do desempenho econômico-financeiro de firmas envolvidas em fusões e aquisições foi feita de maneira agregada, por meio de um conjunto de índices; salienta-se que não foi feita distinção entre as empresas adquiridas e adquirentes, em virtude do reduzido tamanho da amostra. Norteada pela literatura apresentada na seção 2.5, a análise foi empreendida com base no tripé *liquidez-rentabilidade-endividamento*, proposto por MARION (2002): *liquidez* (geral e corrente); *rentabilidade* (da empresa e do empresário) e *endividamento* (qualidade e quantidade). A análise das sinergias criadas, por sua vez, foi feita com base em indicadores de melhoria da eficiência operacional e administrativa, utilizados por MATIAS e PASIN (2001). Para isso, foram selecionados onze indicadores, cujas fórmulas de cálculo e interpretação de maneira geral constam do Quadro 2.

Desses indicadores, os de liquidez e de endividamento/estrutura visam identificar a situação financeira das empresas após a combinação. Os índices de liquidez fornecem uma medida da capacidade da empresa de pagar suas dívidas, enquanto os de estrutura evidenciam a composição dos capitais próprios e de terceiros que financiam os investimentos da empresa, refletindo assim a sua estrutura de capital e suas decisões de investimento e financiamento. Já os indicadores de rentabilidade visam identificar a situação econômica das empresas após a combinação, pois fornecem o retorno proporcionado pelo negócio, sinalizando a eficiência da sua gestão. Os indicadores de sinergias, por sua vez, visam identificar as sinergias oriundas da união das empresas, mais especificamente a MB e a ML – as sinergias operacionais – e a DAG – as sinergias gerenciais.

<sup>4</sup> Esta fusão foi uma das mais controversas da economia brasileira. Mas, conforme assinalam CAMARGOS e BARBOSA (2001), pode-se dizer que a Brahma adquiriu a Antártica em razão da vulnerabilidade econômico-financeira desta no momento da união.

**Quadro 2: Indicadores econômico-financeiros utilizados**

<b>Liquidez (Situação Financeira)</b>			
<b>Indicadores</b>	<b>Cálculo*</b>	<b>Indica</b>	<b>Interpretação**</b>
Liquidez Geral (LG)	$LG = \frac{Ativo\ Circulante + Realizável\ Longo\ Prazo}{Passivo\ Circulante + Exigível\ Longo\ Prazo}$	o índice de liquidez geral sinaliza a capacidade da empresa de honrar seus compromissos para com terceiros, sejam de curto ou de longo prazo	Quanto maior, melhor
Liquidez Corrente (LC)	$LC = \frac{Ativo\ Circulante}{Passivo\ Circulante}$	mede a capacidade da empresa de pagar seus compromissos de curto prazo em dia	Quanto maior, melhor
<b>Estrutura/Endividamento (Situação Financeira)</b>			
<b>Indicadores</b>	<b>Cálculo*</b>	<b>Indica</b>	<b>Interpretação**</b>
Perfil da Dívida (PD)	$PD = \frac{Dívida\ Financeira\ Curto\ Prazo}{Dívida\ Financeira\ Total}$	indica quanto da dívida financeira total da empresa deverá ser paga no curto prazo	Quanto maior, pior
Grau de Endividamento Financeiro (GEF)	$GEF = \frac{Dívida\ Financeira\ Curto\ Prazo}{Ativo\ Total}$	% de capital de terceiros (onerosos) <sup>5</sup> que financiam os investimentos da empresa. Fornece informações sobre a dependência da empresa em relação a capitais externos para se financiar	Quanto maior, pior
Participação de Capitais de Terceiros (PCT)	$PCT = \frac{Dívida\ Financeira\ Total}{Patrimônio\ Líquido}$	% de uso de recursos de terceiros (onerosos) em relação aos recursos próprios	Quanto maior, pior
<b>Rentabilidade (Situação Econômica)</b>			
<b>Indicadores</b>	<b>Cálculo*</b>	<b>Indica</b>	<b>Interpretação**</b>
Retorno Sobre o Ativo (RSA)	$RSA = \frac{Lucro\ Líquido}{Ativo\ Total} \times 100$	fornece uma medida do retorno proporcionado pelos investimentos totais na empresa, representado pelos seus ativos	Quanto maior, melhor
Retorno Sobre PL (RSPL)	$RSPL = \frac{Lucro\ Líquido}{Patrimônio\ Líquido - Lucro\ Líquido} \times 100$	fornece o retorno proporcionado pela empresa em relação ao capital que nela foi investido pelos seus acionistas	Quanto maior, melhor
Lucro por Ação (LPA)	$LPA = \frac{Lucro\ Líquido}{Ações\ Ordinárias}$	retorno para os acionistas ordinários decorrente das atividades da empresa	Quanto maior, melhor
<b>Sinergias</b>			
<b>Indicadores</b>	<b>Cálculo*</b>	<b>Indica</b>	<b>Interpretação**</b>
Margem Bruta (MB)	$MB = \frac{Lucro\ Bruto}{Receita\ Líquida} \times 100$	visa verificar se as empresas apresentaram economias de escala com o maior porte e poder de mercado que passaram a ter com a combinação. Fornece uma medida do controle da estrutura de custos da empresa	Quanto maior, melhor

<sup>5</sup> Segundo ASSAF NETO (2003), os passivos de uma empresa podem ser divididos em onerosos e não onerosos. Os primeiros são aqueles contratados de terceiros com a incidência de juros (despesas financeiras). Têm, portanto, uma conotação financeira. Já os não onerosos são aqueles que decorrem das atividades da empresa, tais como fornecedores, impostos, etc., com os quais a empresa não tem despesas financeiras. Possuem, assim, uma conotação de produção/operações.

Margem Líquida (ML)	$ML = \frac{LucroLíquido}{ReceitaLíquida} \times 100$	visa identificar se as empresas melhoraram sua eficiência operacional, administrativa e financeira, conseguindo converter uma proporção maior de sua receita em lucro	Quanto maior, melhor
Despesas Administrativas e Gerais em relação à Receita líquida (DAG)	$DEA = \frac{DespesasAdministrativas / Gerais}{ReceitaLíquida} \times 100$	visa verificar o % das despesas administrativas e gerais sobre a receita líquida, ou seja, se a união das empresas resultou em redução das despesas administrativas e gerais, consequência direta esperada das combinações empresariais, uma vez que se extinguem diversos departamentos, cargos, processos, atividades e rotinas redundantes existentes em ambas	Quanto maior, pior

(\*) Os indicadores de liquidez, endividamento/estrutura e rentabilidade foram obtidos da Economática, enquanto os de sinergias foram calculados com base nos demonstrativos contábeis das empresas analisadas.

(\*\*) Levando-se em consideração o risco para a empresa.

Fonte: Compilado de SILVA (2001) e ASSAF NETO (2003).

O cálculo desses índices foi efetuado nos sete anos próximos à combinação: os três anos anteriores, o próprio ano da combinação e os três posteriores. Como o interesse da pesquisa é a análise agregada do desempenho das empresas após a combinação, a análise foi empreendida por meio da comparação dos valores médios de cada indicador de todas as empresas nos três anos anteriores à união empresarial e nos três anos posteriores. Ou seja, calculou-se a média do somatório de cada indicador de todas as empresas nos três anos anteriores ao ano da união das empresas e nos três anos posteriores, conforme equação (1).

$$\sum_{t=-3}^{-1} \frac{\left( \sum_{i=1}^n Ind_{X,t} \right)}{n} \Leftrightarrow \sum_{t=1}^3 \frac{\left( \sum_{i=1}^n Ind_{X,t} \right)}{n} \quad (1), \text{ sendo}$$

$t$  = anos relativos analisados (-3 a -1 período anterior e 1 a 3 período posterior à união);

$n$  = número total de empresas que tiveram o indicador calculado e analisado;

$IndX$  = indicadores analisados;

$i$  = empresa analisada;

Em termos temporais, a pesquisa pode ser visualizada na Figura 1.

Figura 1: Linha de tempo relativo da pesquisa



Fonte: Elaborada pelos autores.

Essa linha de tempo relativa de médio prazo foi escolhida porque impactos de um processo de F&A não podem ser avaliados a curto prazo, mais especificamente no ano da combinação, pois a reestruturação operacional, administrativa e estratégica nesse ano pode levar a resultados econômico-financeiros imprevisíveis, por seu elevado grau de dificuldade e incerteza. O sucesso

nesses processos de reestruturação corporativa deve surgir a partir do segundo ano, quando se espera que a integração já esteja completa. Quanto mais rápida for essa integração, mais rapidamente aparecerão as sinergias, conforme assinala KEY (1995).

Como a análise foi feita de maneira agregada e não de determinada empresa, optou-se por realizar a comparação dos valores médios do triênio anterior

com os do posterior à combinação, de todas as empresas, visto que a divisão da amostra em setores mostrou-se inviável em razão de seu pequeno número de empresas. Sendo assim, a amostra final foi composta de empresas financeiras e não-financeiras, em virtude da elevada participação das primeiras nos processos de F&A da economia brasileira. Além disso, a análise das demonstrações financeiras de cada empresa por ano demandaria muito tempo e trabalho. Para efeito de simplificação, omitiram-se os cálculos, apresentando-se, portanto, apenas os resultados encontrados.

#### 4. DISCUSSÃO E APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

Como o objetivo do estudo empreendido foi realizar uma análise agregada do desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras que passaram por processos de F&A e identificar se esses processos resultaram ou não em sinergias para as empresas, será apresentado nesta seção apenas o resultado geral, isto é, o desempenho médio de cada indicador, acompanhado do desempenho das duas melhores e piores empresas.

**Tabela 2: Evolução média do Índice de Liquidez Geral (ILG)**

Desempenho	Empresas analisadas: 22	Anos Relativos							Média		Variação (%)
		-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	Antes	Depois	
Melhores	Itaú	0,1	0,1	0,1	0,3	0,4	1,1	0,6	0,10	0,70	600,00
	Ciquine	0,3	0,4	0,7	0,6	0,7	1	1,2	0,47	0,97	107,14
Piores	Randonpar	1,8	0,9	4,4	0,3	0,6	0,3	0,3	2,37	0,40	-83,10
	Chapecó	0,8	0,8	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1	0,67	0,10	-85,00
<b>Média Geral</b>		<b>0,95</b>	<b>0,85</b>	<b>0,95</b>	<b>0,78</b>	<b>0,82</b>	<b>0,86</b>	<b>0,90</b>	<b>0,92</b>	<b>0,86</b>	<b>-5,63</b>

Fonte: Elaborada pelos autores (dados de pesquisa).

Das 22 empresas que tiveram a média dos seus Índices de Liquidez Geral (ILG) analisados, apenas 8 (36,36%) apresentaram melhora na média de tal indicador, com destaque para o Banco Itaú e a Ciquine, que exibiram as maiores variações percentuais médias, de 600% e 107,14% respectivamente. A Cosipa foi a única que manteve inalterada, em 0,30, a média do seu índice, e as demais 13 empresas (59,10%) apresentaram uma piora na média dos seus indicadores, destacadamente a Randonpar e a Chapecó, cujas médias mostraram uma variação negativa de 83,1%

e 85,0 % respectivamente, conforme se pode observar na Tabela 2.

A média geral do ILG das 22 empresas passou de 0,92 para 0,86, uma queda de 5,63%, sinalizando que após a união as empresas pesquisadas passaram a ter um volume menor de recursos para fazer frente a seus compromissos. A explicação para isso é que, supõe-se, após a combinação as empresas passam por um processo de reestruturação e enxugamento de seus ativos e, concomitantemente, demandam uma quantidade maior de recursos para o processo de união e seu financiamento.

**Tabela 3: Evolução média do Índice de Liquidez Corrente (ILC)**

Desempenho	Empresas analisadas: 22	Anos Relativos							Média		Variação (%)
		-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	Antes	Depois	
Melhores	Itaú	0,1	0,15	0,2	0,3	0,4	1,5	0,7	0,15	0,87	477,78
	Ciquine	0,5	0,7	0,6	0,8	0,9	0,9	1,2	0,60	1,00	66,67
Piores	Acesita	0,9	0,9	1,1	0,5	0,3	0,4	0,5	0,97	0,40	-58,62
	Randonpar	1,6	1,0	9,9	4,6	2,0	0,3	0,4	4,17	0,90	-78,40
<b>Média Geral</b>		<b>1,30</b>	<b>1,71</b>	<b>1,52</b>	<b>1,30</b>	<b>1,28</b>	<b>1,26</b>	<b>1,22</b>	<b>1,51</b>	<b>1,25</b>	<b>-16,99</b>

Fonte: Elaborada pelos autores (dados de pesquisa).

Por ser altamente correlacionado com o ILG, o Índice de Liquidez Corrente (ILC) apresentou resultados semelhantes àquele, pois, das 22 empresas que tiveram a média analisada, apenas 8 (36,36%) apresentaram melhora em tal indicador,

destacando-se o Banco Itaú e a Ciquine, que exibiram as maiores variações percentuais médias, de 477,78% e 66,67% respectivamente. As demais 14 empresas (63,64%) apresentaram uma piora na média dos seus indicadores, especialmente a

Acesita e a Randonpar, cujas médias mostraram uma variação negativa de 58,62% e 78,40% respectivamente, conforme se pode observar na Tabela 3.

A média geral do ILG das 22 empresas passou de 1,51 para 1,25, representando uma queda de 16,99% e sinalizando que, assim como o desempenho do

ILG, após a união as empresas pesquisadas passaram a ter um volume menor de recursos para fazer frente a seus compromissos de curto prazo.

Constatou-se, portanto, que a liquidez das empresas analisadas piorou após estas passarem por processos de F&A.

**Tabela 4: Evolução média do Indicador do Perfil da Dívida (PD)**

Desempenho	Empresas analisadas: 18	Anos Relativos							Média		Variação (%)
		-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	Antes	Depois	
Melhores	Chapécó	9,6	0	19,2	45,1	1,1	1,1	4,5	9,60	2,23	-76,74
	Trikem	49,6	72,9	84,8	61,8	37	19,7	11,9	69,10	22,87	-66,91
Piores	Arno	23,5	51,9	72,7	50,6	64,6	68,9	82,2	49,37	71,90	45,64
	Telesp	18,1	50,2	22,4	31,1	36,2	62,2	65,6	30,23	54,67	80,82
<b>Média Geral</b>		<b>52,63</b>	<b>54,27</b>	<b>55,43</b>	<b>49,72</b>	<b>46,22</b>	<b>49,83</b>	<b>45,55</b>	<b>54,11</b>	<b>47,20</b>	<b>-12,77</b>

Fonte: Elaborada pelos autores (dados de pesquisa).

Em relação ao indicador Perfil da Dívida (PD), observou-se que das 18 empresas que tiveram a média analisada, 12 (66,67%) apresentaram melhora em tal indicador, destacadamente a Chapécó e a Trikem, que exibiram uma melhora média de 76,74% e 66,91% respectivamente. As demais 6 empresas (33,33%) mostraram uma piora na média dos seus indicadores, especialmente a Arno e a Telesp, cujas médias variaram negativamente em 45,64% e 80,82%

respectivamente, conforme se pode observar na Tabela 4.

A média geral do PD das 18 empresas passou de 54,11% para 47,20%, o que representa uma queda de 12,77% no endividamento de curto prazo em relação ao total da dívida financeira das empresas. Isso significa uma melhora na qualidade do endividamento, que passou a ser mais de longo prazo, o que é benéfico para a empresa, em razão da maior folga financeira que proporciona.

**Tabela 5: Evolução média do Grau de Endividamento Financeiro (GEF)**

Desempenho	Empresas analisadas: 18	Anos Relativos							Média		Variação (%)
		-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	Antes	Depois	
Melhores	Metal Leve	28,5	45,9	37,5	15,4	7,8	5,1	2,5	37,30	5,13	-86,24
	Arno	32,6	27,1	14,5	7	5	4,5	0,8	24,73	3,43	-86,12
Piores	Ciquine	20,5	5,9	6,3	21,6	23	14,5	7,9	10,90	15,13	38,84
	Telesp	4,6	11,4	7,0	3,9	6	9,4	17,4	7,67	10,93	42,61
<b>Média Geral</b>		<b>13,4</b>	<b>13,6</b>	<b>19,4</b>	<b>17,4</b>	<b>17,5</b>	<b>21,8</b>	<b>34,3</b>	<b>15,47</b>	<b>24,53</b>	<b>58,62</b>

Fonte: Elaborada pelos autores (dados de pesquisa).

No que se refere ao Grau de Endividamento Financeiro (GEF), observou-se uma situação oposta ao PD. Das 18 empresas que tiveram a média desse índice analisada, apenas 6 (33,33%) apresentaram melhora em tal indicador, com destaque para a Metal Leve e a Arno, que exibiram uma melhora média de 86,24% e 86,12% respectivamente. Todas as outras 12 empresas (66,66%) mostraram uma piora na média dos seus indicadores, destacadamente a Ciquine e Telesp, cujas médias

variaram negativamente em 38,84% e 42,61% respectivamente, conforme se pode observar na Tabela 5.

A média geral do GEF das 18 empresas passou de 15,47% para 24,53%, o que representa um aumento de 58,62% na dependência das empresas analisadas em relação a financiamentos onerosos.

**Tabela 6: Evolução média da Participação do Capital de Terceiros (PCT)**

Desempenho	Empresas analisadas: 18	Anos Relativos							Média		Variação (%)
		-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	Antes	Depois	
Melhores	Arno	65,5	47,5	21,8	9,4	6,7	6	0,9	44,93	4,53	-89,91
	M. Leve	47,3	113,2	81,8	24,6	13,1	8	3,8	80,77	8,30	-89,72
Piores	Estrela	35	50,6	85	405,7	299,6	232,7	295,9	56,87	276,07	385,46
	Cosipa	15,2	23,1	48,2	95,8	128,8	165,3	141,1	28,83	145,07	403,12
<b>Média Geral</b>		<b>27,74</b>	<b>77,43</b>	<b>28,14</b>	<b>64,51</b>	<b>73,64</b>	<b>63,26</b>	<b>74,16</b>	<b>44,44</b>	<b>70,35</b>	<b>58,32</b>

Fonte: Elaborada pelos autores (dados de pesquisa).

Das 18 empresas que tiveram a média da Participação de Capitais de Terceiros (PCT) analisada, apenas 4 (22,22%) apresentaram melhora em tal indicador, com destaque para a Arno e a Metal Leve, que exibiram uma melhora média de 89,91% e 89,72% respectivamente. Todas as outras 14 empresas (77,78%) mostraram uma piora na média dos seus indicadores, com destaque para a Estrela e a Cosipa, cujas médias variaram negativamente (385,46% e 403,12% respectivamente), conforme se pode observar na Tabela 6.

A média geral da PCT das 18 empresas passou de 44,44% para 70,35%, o que representa um aumento

de 58,32% e sinaliza que as empresas analisadas após a combinação passaram a depender mais do capital de terceiros para se financiar.

A análise da situação financeira das empresas combinadas indica uma piora na liquidez e que estas estão se utilizando mais de capitais de terceiros para financiar suas atividades, principalmente de recursos de longo prazo, visto que o perfil da dívida melhorou. Isso pode ser visto como uma consequência direta de tais processos, pois o maior porte da empresa combinada resulta em um maior poder de barganha e de alavancagem.

**Tabela 7: Evolução média do Retorno Sobre o Ativo (RSA)**

Desempenho	Empresas analisadas: 21	Anos Relativos							Média		Variação (%)
		-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	Antes	Depois	
Melhores	Cofap	0,3	-3,4	3,8	-31,1	4,9	33,4	-17,1	0,23	7,07	2.928,57
	Metal Leve	-6,9	-18,1	1,4	-4,3	12,3	16,8	19,5	-7,87	16,20	305,93
Piores	Acesita	4,1	6,3	1,9	0,1	0,1	-24	-10,5	4,10	-11,47	-379,67
	Trikem	-8,7	6,0	0,1	-3,6	0,3	-2	-14,9	-0,87	-5,53	-538,46
<b>Média Geral</b>		<b>1,93</b>	<b>3,68</b>	<b>-6,12</b>	<b>-1,11</b>	<b>4,66</b>	<b>3,94</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,17</b>	<b>2,83</b>	<b>1.754,29</b>

Fonte: Elaborada pelos autores (dados de pesquisa).

Analisando-se a Rentabilidade Sobre o Ativo (RSA) média das 21 empresas, observa-se que 12 delas (57,14%) apresentaram melhora em tal indicador, destacadamente a Cofap e a Metal Leve, com uma variação positiva de 2.928,57% e 305,43% respectivamente. As outras 9 empresas (42,86%) exibiram uma piora na média dos seus indicadores, especialmente a Acesita e a Trikem, cujas médias variaram negativamente em 379,67%

e 538,46% respectivamente, conforme se pode observar na Tabela 7.

No geral, a média do RSA das 21 empresas passou de -0,17 para 2,83, o que representa um aumento de 1.754,29%, indício de que as empresas que passaram por processos de F&A melhoraram a sua rentabilidade, proporcionando ganhos para os seus acionistas.

**Tabela 8: Evolução Média do Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RSPL)**

Desempenho	Empresas analisadas: 21	Anos Relativos							Média		Variação (%)
		-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	Antes	Depois	
Melhores	Cofap	0,5	-5,6	7,3	-43,7	9,1	-372,9	-66,5	0,73	9,10	1.140,91
	Fras-le	-6	-14,4	-147,1	85,4	232,1	56,4	6,5	-55,83	232,10	515,70
Piores	Acesita	6,8	11,1	4,7	0,5	0,6	-108,9	-44,6	7,53	-50,97	-776,55
	Trikem	-11,4	9,6	0,1	-6,6	0,8	-4,3	-33,2	-0,57	-12,23	-2.058,82
<b>Média Geral</b>		<b>4,20</b>	<b>7,86</b>	<b>-4,15</b>	<b>-0,97</b>	<b>18,80</b>	<b>-12,60</b>	<b>-0,07</b>	<b>2,64</b>	<b>16,20</b>	<b>514,78</b>

Fonte: Elaborada pelos autores (dados de pesquisa).

Observando-se a evolução do Retorno Sobre o Patrimônio Líquido (RSPL) médio das 21 empresas, observa-se que 11 delas (52,38%) apresentaram melhora em tal indicador, com destaque para Cofap e Fras-le, que exibiram uma melhora média de 1.140,91% e 515,70% respectivamente. As outras 9 empresas (42,86%) mostraram uma piora na média dos seus indicadores, com destaque para Acesita e

Trikem, cujas médias variaram negativamente em 776,55% e 2.058,31% respectivamente, conforme se pode observar na Tabela 8.

No geral, a média do RSPL das 21 empresas passou de 2,64 para 16,20, o que representa um aumento de 514,78%, indicando também uma melhora na rentabilidade das empresas após os processos de F&A.

**Tabela 9: Evolução média do Lucro Por Ação (LPA)**

Desempenho	Empresas analisadas: 21	Anos Relativos							Média		Variação (%)
		-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	Antes	Depois	
Melhores	Cofap	0,048	-0,696	0,840	-5,363	0,948	1,696	-0,821	0,064	0,608	851,76
	Itaú	0,004	0,051	0,069	0,084	0,149	0,215	0,308	0,041	0,224	441,76
Piores	Acesita	0,000	0,001	0,000	0,000	0,000	-0,001	-0,001	0,000	-0,001	-291,73
	Trikem	0,000	0,001	0,000	-0,001	0,000	-0,001	-0,004	0,000	-0,002	-566,79
<b>Média Geral</b>		<b>0,08</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,09</b>	<b>-0,30</b>	<b>0,11</b>	<b>0,14</b>	<b>0,04</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,10</b>	<b>1.221,45</b>

Fonte: Elaborada pelos autores (dados de pesquisa).

Pela análise do Lucro por Ação (LPA), pode-se constatar que, das 21 empresas, 12 (57,14%) apresentaram melhora em tal indicador, destacadamente Cofap e Itaú, que exibiram uma melhora média de 851,76% e 441,76% respectivamente. As outras 9 empresas (42,86%) mostraram uma piora na média dos seus indicadores, com destaque para Acesita e Trikem, cujas médias variaram negativamente em 291,73% e 566,79% respectivamente, conforme se pode observar na Tabela 9.

No geral, a média do LPA das 21 empresas passou de -0,010 para 0,10, o que representa um aumento de 1.221,45%, confirmando a melhora na rentabilidade das empresas após os processos de F&A.

A análise da situação econômica das empresas combinadas sinaliza que as empresas que passaram por processos de F&A melhoraram sua rentabilidade no período analisado.

**Tabela 10: Evolução Média da Margem Bruta (MB)**

Desempenho	Empresas analisadas: 18	Anos Relativos							Média		Variação (%)
		-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	Antes	Depois	
Melhores	Ciquine	-21,8	8,8	27,6	17,2	13,4	7,6	22	4,87	14,33	194,52
	Millennium	13,3	8,6	16,6	10,2	19,1	32,5	34,5	12,83	28,70	123,64
Piores	Acesita	32,9	26,1	17,9	11,2	19	15,7	21,7	25,63	18,80	-26,66
	Inepar	18,5	54,2	37,3	48,8	24,6	32,1	20	36,67	25,57	-30,27
<b>Média Geral</b>		<b>21,27</b>	<b>26,28</b>	<b>27,23</b>	<b>26,12</b>	<b>28,72</b>	<b>29,69</b>	<b>31,74</b>	<b>24,93</b>	<b>30,05</b>	<b>20,56</b>

Fonte: Elaborada pelos autores (dados de pesquisa).

A Margem Bruta (MB) média das 18 empresas analisadas melhorou em 13 (72,22%) delas, com destaque para Ciquine e Millennium, que apresentaram um incremento médio de 194,52% e 123,64% respectivamente. As outras 5 empresas (27,78%) exibiram uma piora na média desse indicador, com destaque para Acesita e Inepar, cujas médias variaram negativamente em 26,66% e 30,27% respectivamente, conforme se pode observar na Tabela 10.

No geral, a MB média das 18 empresas passou de 24,93% para 30,05%, o que representa uma melhora de 20,56% e sinaliza que as empresas analisadas apresentaram uma maior eficiência no controle e gestão da sua estrutura de custos, obtendo assim economias de escala, em virtude provavelmente do maior porte e poder de barganha.

**Tabela 11: Evolução média da Margem Líquida (ML)**

Desempenho	Empresas analisadas: 17	Anos Relativos							Média		Variação (%)
		-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	Antes	Depois	
Melhores	Metal Leve	-8,3	-25,1	1,6	-4,3	9,6	13,1	14,5	-10,60	12,40	216,98
	Gerdau	3,5	6,4	5,1	7,2	9,5	12,9	16,4	5,00	12,93	158,67
Piores	Dixie	4,3	6,4	6,6	0,8	-6,6	-9,1	5,8	5,77	-3,30	-157,23
	Inepar	26,8	14,5	8,9	32,3	27	15,8	-163,1	16,73	-40,10	-339,64
<b>Média Geral</b>		<b>0,76</b>	<b>5,05</b>	<b>-3,49</b>	<b>1,12</b>	<b>7,35</b>	<b>4,42</b>	<b>-6,40</b>	<b>0,77</b>	<b>1,79</b>	<b>131,58</b>

Fonte: Elaborada pelos autores (dados de pesquisa).

A Margem Líquida (ML) média das 17 empresas analisadas melhorou em 9 (52,94%) delas, destacadamente na Metal Leve e Gerdau, que apresentaram uma melhora média de 216,98% e 158,67% respectivamente. As outras 8 empresas (47,06%) exibiram uma piora na média dos seus indicadores, especialmente a Dixie e a Inepar, cujas médias variaram negativamente em 157,23% e 339,64% respectivamente, conforme se pode observar na Tabela 11.

No geral, a ML média das 17 empresas passou de 0,77 para 1,79, o que representa um aumento de

131,58%, indicando uma melhora na eficiência das empresas que passaram por processos de F&A em converter sua receita em lucros. Isso fornece indícios de que as empresas analisadas passaram a ter uma maior eficiência após a troca de controle gerencial, pois começaram a apresentar um controle maior sobre seus custos e ainda conseguiram amenizar o possível impacto decorrente do aumento de suas despesas financeiras com o aumento do endividamento (PCT), principalmente o financeiro (GEF), aumentando a rentabilidade para seus acionistas.

**Tabela 12: Evolução média do Indicador de Despesas Administrativas e Gerais sobre a Receita Líquida (DAG)**

Desempenho	Empresas analisadas: 20	Anos Relativos							Média		Variação (%)
		-3	-2	-1	0	+1	+2	+3	Antes	Depois	
Melhores	Brahma	0,35	0,34	0,32	0,32	0,14	0,13	0,14	0,34	0,13	-60,52
	Coteminas	0,53	0,61	0,31	0,24	0,21	0,20	0,21	0,48	0,21	-57,51
Piores	Inepar	0,13	0,26	0,36	0,34	0,34	0,29	0,56	0,25	0,40	59,60
	Millennium	0,16	0,19	0,18	0,30	0,34	0,29	0,23	0,18	0,29	64,35
<b>Média Geral</b>		<b>0,31</b>	<b>0,30</b>	<b>0,31</b>	<b>0,30</b>	<b>0,27</b>	<b>0,27</b>	<b>0,23</b>	<b>0,31</b>	<b>0,25</b>	<b>-17,14</b>

Fonte: Elaborada pelos autores (dados de pesquisa).

Por fim, o indicador do nível de Despesas Administrativas e Gerais (DAG) médio melhorou em 14 (70,0%) das 20 empresas analisadas, principalmente na Brahma e na Coteminas, que apresentaram uma melhora média de 60,52% e 57,51% respectivamente. As outras 6 empresas (30,0%) mostraram uma piora na média dos seus indicadores, destacadamente a Inepar e a

Millennium, cujas médias variaram negativamente em 59,60% e 64,35% respectivamente, conforme se pode observar na Tabela 12.

Na média geral das 18 empresas o indicador de DAG passou de 31% para 25%, o que representa uma redução de 17,14% e indica uma melhora na eficiência administrativa das empresas analisadas,

que passaram a ter despesas administrativas e gerais em proporção menor quando comparadas às suas receitas líquidas, sinalizando que a reestruturação

corporativa e a melhor gestão que as empresas combinadas experimentaram resultaram em sinergias.

**Tabela 13: Evolução média dos indicadores analisados**

	Indicador	Nº Empresas		Média		Variação (%)	Situação
		Melhorou	Piorou	Antes	Depois		
Liquidez	ILG	8	13	0,92	0,86	-5,63	Piorou
	ILC	8	14	1,51	1,25	-16,99	Piorou
Endividamento	PD	12	6	54,11	47,20	-12,77	Melhorou
	GEF	6	12	15,47	24,53	58,62	Piorou
	PCT	4	14	44,44	70,35	58,32	Piorou
Rentabilidade	RSA	12	9	-0,17	2,83	1.754,29	Melhorou
	RSPL	11	9	2,64	16,20	514,78	Melhorou
	LPA	12	9	-0,01	0,10	1.221,45	Melhorou
Sinergia	MB	13	5	24,93	30,05	20,56	Melhorou
	ML	9	8	0,77	1,79	131,58	Melhorou
	DEA	14	6	0,31	0,25	-17,14	Melhorou

Fonte: Elaborada pelos autores (dados de pesquisa).

A Tabela 13 apresenta um retrospecto do desempenho de cada indicador no período analisado. Conforme se observa, a maioria das empresas mostrou uma piora nos indicadores de liquidez após os processos de F&A. Uma possível explicação para isso seria o fato de que nas reestruturações é comum uma empresa que está bem financeiramente adquirir outra que não está, geralmente em razão de problemas na equalização dos seus passivos. A adquirente assume todos os passivos dessa empresa, cujo resultado combinado, analisado neste artigo, tenderia a uma queda.

No que diz respeito aos indicadores de endividamento, observa-se que as empresas envolvidas nos processos de F&A analisados conseguiram melhorar o perfil das suas dívidas. Tal constatação encontra suporte teórico no maior grau de alavancagem e poder de barganha com fornecedores de capital, de que as empresas passam a dispor com o maior porte após as combinações. Já a piora no indicador da dívida financeira (GEF) pode ser explicada pela necessidade de recursos, principalmente financeiros, que as combinações demandam antes, durante e após a sua concretização. No caso específico da proporção de capital próprio em relação ao capital de terceiros (PCT), essa piora fornece um indicador de que os sócios das empresas envolvidas, por algum motivo, não financiaram a união das empresas com aportes de capital na proporção demandada, o que teria levado a uma queda de participação nos passivos das empresas combinadas.

A leitura conjunta desses dois indicadores revela que a situação financeira das empresas analisadas piorou após a combinação, apesar de ter sido observada uma melhora na qualidade do endividamento.

Já os indicadores de rentabilidade analisados apresentaram uma melhora na maioria das empresas, sinalizando que os processos de F&A resultaram em ganhos para os seus acionistas no período analisado. Isso significa que as empresas melhoraram sua situação econômica após a combinação.

O três indicadores de sinergias analisados melhoraram. O melhor desempenho na MB fornece indícios de que as empresas, após a união, passaram a apresentar uma maior eficiência no controle dos custos de produção/operação. A melhora na ML, associada à melhora na DAG e na MB, dá sinais de que as empresas, além de apresentarem um lucro bruto médio maior no período e um controle eficiente das despesas administrativas e gerais, conseguiram traduzir essas eficiências em lucro para os seus acionistas. Já a melhora na DAG sinaliza que a união das empresas possivelmente resultou numa gestão mais eficiente. Os fatores que podem ter contribuído para isso seriam: dispensas, enxugamento da estrutura hierárquica, eliminação de processos, atividades e rotinas redundantes, etc.

No geral, dos 11 índices analisados, em sete as empresas tiveram um desempenho favorável e em quatro desfavorável, o que indica um impacto positivo das combinações empresariais.

## 5. CONCLUSÕES

Neste artigo fez-se uma análise do desempenho de alguns indicadores econômico-financeiros de empresas brasileiras que passaram por processos de F&A ocorridos entre 1995 e 1999, visando analisar a sua situação econômica e financeira, além de identificar a criação de sinergias operacionais e gerenciais nas empresas envolvidas.

Identificou-se uma deterioração na situação financeira das empresas analisadas após a combinação, visto que foi constatada uma piora na liquidez das empresas após a combinação. O ILG e o ILC apresentaram uma queda média de 5,63% e de 16,99% respectivamente, sinalizando que após a união as empresas pesquisadas passaram a ter um volume menor de recursos para cumprir seus compromissos. Isso fornece indícios de que, após a combinação, o processo de reestruturação operacional e de pessoal e o equacionamento dos seus ativos exigem uma quantidade maior de recursos para fazer frente a seus passivos.

No que se refere aos indicadores de endividamento, a análise da queda de 12,77% no endividamento médio de curto prazo em relação ao total da dívida financeira das empresas (PD) sinaliza uma melhora na qualidade do endividamento, que passou a ser mais de longo prazo, o que é benéfico para as empresas em virtude da maior folga financeira que proporciona. Tal constatação é explicada pela maior capacidade de endividamento e poder de barganha com fornecedores de capital, de que as empresas passam a dispor com o maior porte após as combinações. O GEF apresentou um aumento médio de 58,62% na dependência das empresas analisadas em relação a financiamentos onerosos. Essa piora pode ser explicada pela demanda de recursos, principalmente financeiros, que as combinações demandam antes, durante e após a sua concretização. O índice da PCT apresentou um aumento de 58,32%, sinalizando que as empresas analisadas após as combinações passaram a depender mais do capital de terceiros para se financiar. Essa piora fornece indícios de que, por algum motivo, os sócios das empresas envolvidas não financiaram a união das empresas com aportes de capital na proporção demandada, o que teria levado a uma queda de participação nos passivos das empresas combinadas; paralelamente a isso, os fornecedores de capital avaliaram como positivas tais combinações, ao conceder-lhes

maiores financiamentos, apesar do elevado grau de risco e incerteza que as permeiam.

Da análise conjunta dos indicadores de endividamento conclui-se que as empresas pesquisadas estão se utilizando mais de capitais de terceiros para financiar suas atividades, principalmente de recursos de longo prazo, visto que o perfil da dívida melhorou. Isso pode ser percebido como uma consequência direta de tais processos, pois a nova empresa oriunda da união de duas outras passa a ter um maior poder de mercado e de alavancagem.

Conclui-se que a situação econômica das empresas após a combinação melhorou, pois todos os três indicadores de rentabilidade melhoraram. O significativo aumento do RSA de 1.754,29% sinaliza que as empresas conseguiram reestruturar/enxugar seus ativos, melhorando sua rentabilidade. A explicação para a melhora de 514,7% no RSPL está na melhora da ML e no fato de que, como as empresas melhoraram suas margens de lucratividade (MB e ML), mas em contrapartida seus sócios não integralizaram capital na proporção necessária para manter sua participação na estrutura de capital das empresas, conforme observado na PCT, a consequência direta foi a melhora na rentabilidade sobre o PL. A melhora no LPA, assim como no RSA e no RSPL, indica uma maior eficiência administrativa, maior controle dos custos e a adequação entre a estrutura de capitais e a reestruturação dos ativos após a combinação. Da análise dos três indicadores constatou-se que os processos de F&A resultaram em ganhos para os seus acionistas no período analisado.

No que se refere à criação de sinergias, identificou-se uma melhora nos três indicadores de sinergias analisados, o que mostra que as empresas após a união obtiveram sinergias operacionais (maior eficiência no controle de custos e maior receita) e sinergias gerenciais (eficiência no controle de despesas administrativas e gerais e gestão mais eficiente). Os fatores que podem ter contribuído para isso seriam: dispensas, enxugamento da estrutura hierárquica, eliminação de processos, atividades e rotinas redundantes, etc.

Do exame geral dos onze indicadores avaliados, conclui-se que as empresas combinadas analisadas apresentaram uma queda de liquidez no período posterior à união; que o perfil do endividamento

dessas empresas melhorou, passando a ser mais de longo prazo; que as empresas se tornaram mais dependentes de capital de terceiros para se financiarem, principalmente os onerosos ou financeiros; e que as empresas combinadas melhoraram sua rentabilidade e obtiveram sinergias, isto é, constatou-se a geração de sinergias, um impacto negativo no desempenho financeiro e um impacto positivo no desempenho econômico de empresas combinadas.

Apesar dos resultados favoráveis encontrados, deve-se salientar que processos de F&A não devem ser encarados como uma solução simples para problemas internos ou ameaças mercadológicas, pois são complexos, incertos e permeados de inúmeras dificuldades e obstáculos. Devem ter todas as suas variáveis e aspectos analisados e controlados antes, no decorrer e após o processo. Além disso, grande parte da literatura econômico-financeira apresenta evidências desfavoráveis quanto ao desempenho desses processos. Sendo assim, os principais interessados no resultado desses processos – acionistas, gestores, funcionários e governo – devem estar atentos aos seus resultados.

Nesse sentido, este artigo contribui de certa forma para legitimar tais processos, haja vista as conclusões favoráveis encontradas, mas alerta que todos os *stakeholders* devem primar sempre pela transparência e eficiência nesses processos, para evitar que somente alguns ganhem em detrimento de outros.

Deve ser ponderado que os resultados encontrados não podem ser generalizados ao mercado como um todo, visto que esta pesquisa contempla uma pequena amostra do universo de F&As que ocorreram no período, mas são um bom sinalizador das conseqüências de tais processos no mercado brasileiro, em razão da falta de pesquisas sobre o tema. Além disso, não se pode creditar os resultados encontrados com a análise efetuada somente aos processos de F&A, visto que no período considerado a economia brasileira passou por significativas transformações, cuja abrangência pode ter provocado um impacto maior ou menor no desempenho das empresas. Dentre essas mudanças, podem-se destacar a desvalorização cambial em 1999 e mudanças nas taxas de juros básicas da economia, em decorrência das sucessivas crises internacionais (México-94, Ásia-97, Rússia-98, Argentina-2001) ocorridas no período. Salienta-se

que o estudo poderá ser complementado com a utilização de outros parâmetros e técnicas de análise de F&As que possam aferir a criação de valor ou outro aspecto de interesse para os stakeholders, principalmente para os acionistas, cujo interesse é direto nos resultados de tais combinações empresariais.

## 6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, A. *Finanças corporativas e valor*. São Paulo: Atlas, 2003. 616 p.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília: Diário Oficial da República Federativa do Brasil, 1976. 108 p.

BRASIL. Lei n. 8.884, de 11 de junho de 1994. Dispõe sobre a defesa da concorrência. Brasília: Diário Oficial da República Federativa do Brasil, 1994. 26 p.

CADE, Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br>>. Acesso em: 30 jan. 2004.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. AmBev: fusão Antártica/Brahma, uma necessidade estratégica e seus impactos. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 25, 1996, Campinas. *Anais...Campinas* (SP): ANPAD, 2001.

GORT, M. An economic disturbance theory of mergers. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 83, n. 4, p. 624-642, Nov. 1969.

JENSEN, M. Agency costs off free cash flow, corporate finance and take-over. *American Economic Review*, v. 76, n. 2, p. 323-329, May 1986.

KEY, S. L. *Guia Ernest & Young para administração de fusões e aquisições*. São Paulo: Record, 1995.

KPMG. *Pesquisa de fusões e aquisições: transações realizadas no Brasil, 2004 – 4º trimestre e acumulado*. São Paulo, jan. 2005. Disponível em:

<<http://www.kpmg.com.br>>. Acesso em: 21 jan. 2005.

KLOECKNER, G. O. Fusões e aquisições: motivos e evidência empírica. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 29, n. 1, p. 42-58, jan.-mar. 1994.

LEMES JR., A. B.; RIGO, C. M.; CHEROBIM, A. P. M. S. *Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras*. Rio de Janeiro, 2002. 698 p.

MANNE, H. G. Mergers and the market for corporate control. *Journal of Political Economy*, v. 73, n. 2, p. 110-120, Apr. 1965.

MARION, J. C. *Análise das demonstrações contábeis: contabilidade empresarial*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 302 p.

MATIAS, A. B.; PASIN, R. M. A geração de sinergias e seus impactos na rentabilidade das empresas nos casos de fusões e aquisições. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 36 n. 1, p. 5-13, jan.- mar. 2001.

MUELLER, D. C. A theory of conglomerate mergers. *Quarterly Journal of Economics*, v. 83, n. 4, p. 643-660, Nov. 1969.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. *Administração financeira: corporate finance*. São Paulo: Atlas, 2002. 776 p.

SCHERER, F. M.; ROSS, D. *Industrial market structure and economic performance*. 3. ed. Boston: Houghton Mifflin Company, 1990. 713 p.

SILVA, J. P. da. *Análise financeira das empresas*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

TRICHES, D. Fusões, aquisições e outras formas de associação entre firmas no Brasil. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 31, n. 1, p. 14-31, jan.-mar. 1996.

WAACK, R. S. Fusões e aquisições na indústria farmacêutico-veterinária. *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, v. 7, n. 3, jul.- set. 2000.

WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. *Fundamentos da administração financeira*. 10. ed. São Paulo: Makron Books, 2000. 1030 p.