

Agradecem-se os comentários de José Manuel Amado da Silva e Victor Mendes. Os erros e omissões que subsistam são, naturalmente, da exclusiva responsabilidade do autor. Este trabalho enquadra-se num projecto de investigação apoiado pelo programa PRAXIS XXI, do Ministério da Ciência e Tecnologia e em que participam igualmente José Manuel Amado da Silva, Alberto Castro e Pedro Verga Matos.

## FUSÕES E AQUISIÇÕES: A EVIDÊNCIA EMPÍRICA

**Vasco Rodrigues**

Faculdade de Ciências Económicas e Empresariais,  
Universidade Católica Portuguesa - Centro Regional do Porto  
Rua Diogo Botelho, 1327  
4150 PORTO PORTUGAL  
Email: [vascor@porto.ucp.pt](mailto:vascor@porto.ucp.pt)

As fusões e aquisições são, porventura, um dos temas que tem sido alvo de mais intensa investigação empírica, em toda a Economia e mesmo no campo mais vasto das ciências sociais. Assim sendo, não é possível, naturalmente, ter qualquer pretensão de exaustividade na breve revisão desta literatura que aqui empreendemos.

Embora simplificando, é possível dizer que essa investigação se tem centrado em torno de duas grandes questões. Por um lado, a da rentabilidade das fusões numa óptica privada. Serão os efeitos das fusões sobre os agentes económicos nelas directamente envolvidos positivos ou negativos? Por outro, a questão da rentabilidade social das fusões. Terão as fusões efeitos sobre outros agentes, que não aqueles nelas directamente envolvidos? E, a existirem esses efeitos, será que o efeito líquido da fusão, sobre o conjunto dos agentes económicos por elas afectados, é positivo ou negativo?

Os efeitos privados das fusões podem ser avaliados do ponto de vista de diferentes grupos de agentes económicos. Desde logo, o das empresas envolvidas. Questões como as do efeito das fusões na rentabilidade, na produtividade ou na quota de mercado das empresas são aqui nucleares. Depois, o dos accionistas dessas empresas. Decorrendo, ou não, do seu efeito sobre as próprias empresas, que impacte têm as fusões nos seus accionistas? Contribuem para os enriquecer ou, pelo contrário, para os empobrecer? Finalmente, o ponto de vista dos gestores das empresas envolvidas. Em muitos casos, as fusões são determinadas pelos gestores, e não pelos accionistas, das empresas envolvidas. Que efeito têm estas operações para aqueles agentes económicos?

Estes efeitos privados não esgotam, no entanto, o impacte das fusões. Numa óptica social, importa medir os seus efeitos sobre o bem-estar no conjunto da economia. O impacte destas operações sobre os concorrentes das empresas envolvidas e, particularmente, sobre a interacção estratégica entre estes e as empresas em causa, são questões fulcrais deste ponto de vista. Tal como o são, decorrendo destes, os efeitos das fusões sobre os consumidores.

Mas, outros pontos de vista são, no entanto, possíveis. Referiremos apenas um. Os trabalhadores das empresas envolvidas são, muito frequentemente, afectados de forma importante por aquelas operações. De facto, estas são frequentemente acompanhadas por alterações no nível de emprego, sendo comum a convicção de que quase sempre no sentido da sua redução, ou, pelo menos, por redefinições de funções e de políticas remuneratórias. A larga maioria dos estudos empíricos ignora, no entanto, estes efeitos das fusões.

## **FUNDAMENTOS TEÓRICOS E METODOLOGIAS DE INVESTIGAÇÃO EMPÍRICA**

As análises empíricas das fusões e aquisições radicam, de uma forma geral, em um de dois corpos teóricos: a Economia Industrial e as Finanças Empresariais. É, no entanto, de assinalar, por um lado, a tendência actual para apresentação de estudos que conjugam essas duas raízes e, por outro, o crescente número de estudos radicados noutros suportes teóricos.

### **Estudos de Economia Industrial**

O interesse da Economia Industrial pelas fusões remonta às próprias origens da disciplina. Desde sempre, a Economia Industrial se interessou pelas relações entre a estrutura dos mercados, e particularmente o seu nível de concentração, e a sua performance, tal como demonstrado pelo paradigma estrutura – comportamento - performance, de Bain – Mason - Scherer, que, durante muito tempo, constituiu o núcleo da disciplina. As fusões, pela sua óbvia relação com o nível de concentração, eram matéria privilegiada de análise, sendo abordadas pelos economistas industriais com evidentes preocupações normativas.

À Economia Industrial importaria determinar o impacte das fusões no funcionamento dos mercados e no nível geral de bem-estar e, portanto, responder à questão da rentabilidade social das fusões. No entanto, os estudos empíricos que nela se baseiam ficam-se, quase sempre, pela abordagem de questões parcelares desta, como sejam o impacte das fusões nos níveis de eficiência produtiva, ou na rentabilidade, das empresas.

Para o efeito, avaliam o impacte das fusões sobre determinados indicadores relativos ao comportamento e performance das empresas. Os indicadores utilizados são os mais variados, sendo a sua escolha condicionada, quer pelas hipóteses que se pretendem estudar, quer pela informação disponível: níveis de concentração, taxas de rentabilidade, *cash flow*, margem bruta, taxa de crescimento das vendas, quota de mercado,  $q$  de Tobin<sup>1</sup>, taxas de investimento em activo fixo, ou em investigação e desenvolvimento, são apenas alguns dos muitos que têm sido utilizados.

Em termos económicos, a análise relevante respeita, naturalmente, ao efeito marginal das fusões sobre os indicadores, isto é, à medida em que estes se desviam dos valores que assumiriam na ausência daquelas operações. Tal análise envolve, no entanto, um exercício contra-factual, uma vez que não é possível observar o que aconteceria caso a fusão não ocorresse. Os investigadores vêm-se assim obrigados a recorrer a soluções alternativas que consistem habitualmente na comparação das situações anterior e posterior à fusão, ou na comparação entre o que se passa com as empresas envolvidas na

fusão e com empresas de características semelhantes mas que não se envolveram nesse tipo de operações, utilizando amostras transversais.

Os problemas práticos enfrentados por este tipo de estudo são consideráveis. Desde logo, estão condicionados pela informação disponível que, muitas vezes, não cobre os universos de empresas, nem os indicadores<sup>ii</sup>, desejáveis. Saliente-se que, quer pelo receio de revelar informação aos seus concorrentes, quer pelo receio de a revelar às autoridades fiscais e de controlo de fusões, as empresas manifestam grande reticência em disponibilizar a informação necessária às análises, não sendo sequer certo que não distorçam deliberadamente a que fornecem. Além disso, muitos dos indicadores utilizados assentam em conceitos contabilísticos, cuja utilização envolve questões de critério e se presta a manipulações. Há então que procurar uniformizar os dados utilizados e também que testar em que medida aqueles critérios, quando conhecidos, afectam as conclusões obtidas.

Mas, para além dos problemas práticos na sua aplicação, este tipo de metodologia debate-se com o problema da ausência de um fundamento teórico sólido para as análises efectuadas e para as conclusões que delas resultam. De facto, estas análises não fazem mais do que detectar regularidades estatísticas, factos estilizados, cabendo aos teóricos o papel de para elas encontrar explicações.

Uma metodologia de análise mais recente, a que habitualmente subjaz um mais forte suporte teórico, é a que assenta na análise econométrica do comportamento de indústrias, individualmente consideradas, ao longo do tempo<sup>iii</sup>. Nestas análises, o procedimento habitual consiste em, num primeiro passo, formular um modelo teórico do funcionamento da indústria, procurando-se depois verificar em que medida os dados empíricos existentes corroboram as hipóteses teóricas formuladas.

A interpretação dos resultados dos estudos de economia industrial deve ser cuidadosa, para evitar que enfiamentos na definição da amostra ou dos indicadores resultem em distorção dos resultados. Na leitura dos resultados apresentados neste texto, há que ter em conta que eles foram obtidos em contextos diversos e seguindo diferentes metodologias pelo que, por vezes, poderão não ser directamente comparáveis ou relacionáveis.

### **Estudos de Finanças Empresariais**

Contrariamente aos anteriores, os estudos assentes nas Finanças Empresariais utilizam, na larga maioria dos casos, uma única metodologia de análise: a dos *event-studies* sobre cotações bolsistas<sup>iv,v</sup>.

A hipótese fundamental subjacente a estes estudos é de que os mercados de capitais são eficientes, ou seja, de que, a cada momento, as cotações das empresas reflectem toda a informação relevante disponível. Assim, as cotações equivaleriam a uma permanente avaliação das perspectivas de rentabilidade para os detentores das acções. Logo, se uma fusão resulta numa alteração das condições de exploração das empresas envolvidas e, conseqüentemente, daquelas perspectivas de rentabilidade, a informação libertada pelo seu anúncio deverá resultar num imediato ajustamento das cotações. A análise das reacções das cotações ao anúncio de fusões deveria, portanto, permitir determinar quais as expectativas do mercado em relação aos seus efeitos na rentabilidade dos accionistas.

O cerne destes estudos consiste, então, em isolar, na evolução das cotações das empresas, aquilo que se deve a fusões do que se deve a outros factores. Idealmente, deveria analisar-se o retorno instantâneo proporcionado pelas acções das empresas envolvidas em

fusões, no momento em que a informação relativa à sua ocorrência se torna disponível no mercado. Dois problemas se colocam, no entanto. Por um lado, não é normalmente possível determinar com absoluta certeza o momento em que a informação relativa à ocorrência da fusão se tornou disponível. Por outro, os mercados reais não se conformam inteiramente com a hipótese da eficiência, parecendo necessário admitir um período de ajustamento à informação libertada, por pequeno que seja. Assim, o procedimento adoptado é o analisar a evolução das cotações ao longo de uma “janela temporal” durante a qual se admite que o mercado recebe, e se ajusta, à informação relativa à fusão.

A utilização desta “janela” aumenta, no entanto, a possibilidade de que o comportamento das cotações das empresas envolvidas na fusão seja “contaminado” por outros factores, risco que é crescente com o intervalo de tempo considerado. Para minorar este risco, aquela janela é habitualmente de curta duração e as análises fazem-se, não ao nível da empresa individual, mas de amostras, de dimensão considerável, esperando-se que, graças à lei dos grandes números, o comportamento médio dos retornos proporcionados pelas suas acções venha expurgado do efeito daqueles outros factores.

Duas outras dificuldades subsistem, ainda. Por um lado, estes procedimentos não eliminam os efeitos de factores que afectem, no mesmo sentido, a generalidade das empresas. Por outro lado, o objectivo da análise é comparar o que acontece às cotações com o que lhes aconteceria se as fusões não tivessem ocorrido. Para resolver estas dificuldades é necessária uma estimativa do que aconteceria às cotações na ausência das fusões. É habitual recorrer-se ao *market model* ou ao *capital assets pricing model*, e aos dados anteriores à libertação de informação relativa à fusão, para estimar uma relação entre a evolução das cotações da empresa e a de um índice representativo do conjunto do mercado. Assumindo que a fusão não altera aquela relação, e conhecendo a evolução do mercado no período pós fusão, estima-se, então, a evolução esperada das cotações da empresa para a “janela temporal” antes definida. Os desvios do comportamento efectivo das cotações, face ao seu comportamento estimado, designados retornos supranormais, são, se não individualmente, pelo menos em termos de grandes números, atribuídos à fusão. Assim, se os retornos supranormais das empresas envolvidas em fusões forem positivos, estes estudos consideram que o mercado está a atribuir às fusões um efeito privado positivo.

Importa fazer três breves comentários acerca das conclusões que se podem tirar através destes estudos. Em primeiro lugar, deve notar-se que este tipo de análise avalia o impacte das fusões sobre a riqueza dos accionistas das empresas envolvidas nas fusões, não o impacte nas empresas em si mesmas e, menos ainda, o impacte global das fusões sobre o conjunto dos agentes económicos. Por outro lado, há que notar que se trata de uma avaliação de uma expectativa, não da avaliação de efeitos já verificados, no que estes estudos se diferenciam dos estudos de Economia Industrial.

Por fim, há que notar que todo este exercício de avaliação assenta na hipótese da eficiência dos mercados. Ora, à semelhança do que acontece com a teoria da concorrência perfeita nos mercados de produtos, esta hipótese é mais um paradigma representativo do que aconteceria em condições ideais, do que uma representação realista do que se passa nos mercados financeiros. Sendo, porventura, polémica esta afirmação, é mais seguro citar um especialista: “... podemos definir um mercado eficiente como aquele em que o preço se situa dentro de um factor de 2 em relação ao valor, isto é, em que o preço é mais de metade e menos do dobro do valor. O factor de 2 é, evidentemente, arbitrário.

Intuitivamente, no entanto, parece-me razoável, em face das fontes de incerteza acerca do valor e da importância das forças que tendem a obrigar o preço a convergir para o valor. À luz desta definição, penso que quase todos mercados são, quase permanentemente, eficientes.”<sup>vi</sup>

Mas, ainda que se aceite a hipótese da eficiência dos mercados como representativa do que se passa nos mercados accionistas, estes estudos não permitem determinar, pelo menos directamente, por que é que o mercado avalia as fusões de determinada forma: em particular, em relação aos eventuais efeitos das fusões que preocupam os economistas industriais, uma eventual avaliação positiva das fusões é compatível, quer com expectativas de acréscimo de poder de mercado, quer com expectativas de qualquer tipo de ganhos sinérgicos. E, se pusermos em causa aquele pressuposto, então eventuais ganhos resultantes da fusão podem corresponder ao aproveitamento das próprias ineficiências do mercado de capitais e não ter qualquer relação com a performance das empresas fusionadas.

## A EVIDÊNCIA EMPÍRICA E A SUA INTERPRETAÇÃO

Como dissemos já, a literatura empírica sobre fusões é vastíssima, tornando problemática a organização da revisão dos resultados que apresenta. Começaremos por rever brevemente os estudos que procuram caracterizar as empresas que se envolvem as fusões. Seguidamente, e constituindo o núcleo principal deste capítulo, reveremos a questão do impacto das fusões, respectivamente, sobre os accionistas, as empresas e os gestores. Finalmente, faremos uma referência mais sucinta a outros tópicos que têm sido igualmente alvo de investigação.

### **As Empresas que se Envolvem em Fusões**

A literatura existente, segundo Scherer e Ross (1990), aponta para que as cotações das acções das empresas "alvo"<sup>vii</sup>, normalizadas relativamente ao conjunto do mercado, iniciem um percurso descendente algures entre dois anos e seis meses antes da fusão: a rentabilidade supranormal é, portanto, negativa, neste período. Algumas semanas antes do anúncio da fusão, é habitual as cotações recuperarem significativamente, possivelmente devido a fugas de informação ou *insider trading*.

É possível que o declínio das cotações das empresas alvo reflecta uma degradação da sua performance, o que permitira interpretar as fusões como correspondendo ao funcionamento de um mercado pelo controlo de empresas penalizador de comportamentos não maximizadores. Mas, por outro, o declínio das cotações poderá, também, corresponder a um desvio aleatório face ao seu real valor, perfeitamente possível em mercados cujo grau de eficiência se enquadre no acima enunciado por Black. A ser assim, as fusões poderiam ser interpretadas como correspondendo ao aproveitamento das “pechinchas” existentes no mercado bolsista por agentes que, por qualquer motivo, disponham de assimetrias positivas de informação.

As análises ao comportamento das cotações das empresas adquirentes, apresentadas pelos mesmos autores, são menos conclusivas, parecendo existirem padrões diferentes em função do meio de pagamento utilizado na aquisição. Quando o pagamento é feito a dinheiro, Scherer *et al.* (1990) não detectam qualquer padrão particular no

comportamento das cotações. Já quando a operação se concretiza por troca de acções, as cotações parecem seguir as tendências gerais do mercado até alguns, poucos, meses antes da operação, iniciando então um percurso ascendente. Os autores interpretam este resultado como constituindo evidência em favor da hipótese de que muitas fusões correspondem à exploração de assimetrias de informação, por parte dos agentes que delas beneficiam: neste caso, as empresas apercebendo-se da sobrevalorização das suas acções procurariam utilizá-las como meio de pagamento.

Se esta é a imagem que se obtém por via do mercado de capitais, é, no entanto, interessante olhar directamente as empresas envolvidas nestas operações. Cosh, Lee e Singh (1989), referenciando-se a um vasto conjunto de estudos sobre as fusões, no Reino Unido, consideram que os compradores são, em geral, empresas que apresentam dimensão e taxa de crescimento acima da média das suas indústrias e dos seus alvos<sup>viii</sup>. Tendem também a ser mais rentáveis do que a média, e do que os seus alvos, embora esta última diferença não seja estatisticamente significativa. Odagiri e Hase (1989), numa amostra de fusões no Japão, verificam que as empresas "compradoras" são mais rentáveis do que uma amostra de empresas de características semelhantes não envolvidas em aquisições, mas não parecem crescer mais depressa. Já na Alemanha, Bühner (1991) verifica que as fusões são levadas a cabo por empresas com rentabilidade do activo e dos capitais próprios em crescimento. Nos Estados Unidos, Bruener<sup>ix</sup> nota que as empresas compradoras têm maiores disponibilidades financeiras e menor endividamento do que empresas comparáveis que não se envolveram em fusões. E, para o mesmo país, Healy, Palepu e Ruback (1992) atribuem às empresas compradoras uma capacidade de geração de *cash flow* em percentagem das vendas, acima da média do sector em que actua.<sup>x</sup> Sintetizando, Hughes (1989) conclui que a maioria dos estudos aponta para que as empresas adquirentes tenham dimensão e crescimento acima da média das suas indústrias, havendo uma considerável variabilidade no que respeita à sua rentabilidade.

Quanto à caracterização das empresas "alvo", Bruener<sup>xi</sup> considera que os alvos parecem ser empresas com endividamento acima do normal. Cosh *et al.* (1989) consideram que os alvos das fusões tendem a ser empresas de dimensão e taxa de crescimento abaixo da média. Já a diferença de rentabilidade entre compradores e alvos é estatisticamente pouco significativa.

Ravenscraft e Scherer (1989) verificam que os alvos têm, em média, performance superior à do sector em que se integram. No entanto, os mesmos autores (*idem*: 1987a), notam ser necessário distinguir os alvos de fusões amigáveis, dos alvos de fusões hostis. Os alvos de fusões amigáveis apresentavam, no ano anterior à fusão, uma taxa média de rentabilidade operacional de 20.2%, quase o dobro do valor correspondente para a indústria em geral. Para estas empresas, segundo Scherer *et al.* (1990), o ano anterior à fusão parece constituir um ano de "pico" nos resultados operacionais, o que os autores interpretam como indiciando que os responsáveis das empresas escolhem, de forma racional, o melhor momento para aceitar a fusão: esse melhor momento é naturalmente aquele em que seja possível obter uma elevada valorização para a empresa, o que tenderá a acontecer quando a rentabilidade da empresa tenha atingido um máximo. Os autores indicam ainda que alvos de menor dimensão são sistematicamente mais rentáveis de que os de maior dimensão, o que atribuem a um enviesamento no processo de selecção dos "alvos": alvos pequenos só serão considerados se forem extraordinariamente rentáveis.

Quanto aos alvos de fusões hostis, Ravenscraft e Scherer (1987b) encontram alguma evidência no sentido de que teriam uma performance abaixo da média da indústria em geral, o que poderia ser interpretado como significando que aquelas fusões estavam a ser utilizadas para substituir gestores ineficientes. Mas, Mørck, Schleifer e Vishny (1988), analisando o  $q$  de Tobin, verificam que o sector em que os alvos se inserem tem também uma performance inferior à da indústria em geral, e que este último desvio é mais significativo do que o desvio entre a empresa e o seu próprio sector, o que parece pôr em causa aquela interpretação. E suscita, aliás, uma interpretação alternativa: a de que aquelas fusões sejam um instrumento de reestruturação de sectores em dificuldades, o que, aliás, iria de encontro às palavras de Jensen (1988: 23) “As aquisições geralmente ocorrem porque alterações na tecnologia ou nas condições de mercado requerem uma reestruturação drástica dos activos empresariais.”

Sintetizaríamos dizendo que as empresas adquirentes têm tipicamente uma performance positiva, no período que antecede a fusão. Nalguns casos, essa performance é reconhecida, e até sobrevalorizada, pelos mercados de capitais, o que incentiva as empresas a utilizarem as suas próprias acções como meio de pagamento das operações em que se envolvem. Quanto aos alvos, há que distinguir as fusões amigáveis das fusões hostis. As primeiras tendem a incidir sobre empresas com boa performance económica não reconhecida pelos mercados de capitais. Já as segundas parecem incidir tipicamente sobre empresas com performance insatisfatória.

### **O Impacte das Fusões nos Accionistas das Empresas Envolvidas**

O impacte das fusões nos accionistas das empresas envolvidas tem sido exaustivamente estudado recorrendo a *event studies*. Destes estudos resultou um consenso muito generalizado em que os accionistas das empresas alvo obtêm ganhos consideráveis com estas operações. De facto, procurando assegurar o sucesso da fusão ou aquisição, a empresa adquirente oferece, em geral, um prémio muito substancial sobre o valor de mercado da empresa “alvo”.

Num estudo já clássico, em que sintetizavam a literatura então existente, Jensen e Ruback (1983), estimavam estes prémios em 30% no caso das ofertas públicas de aquisição e 20% nos outros casos de fusões. Por sua vez, num *survey* do início da década de 90, Mueller (1992), encontrava uma mediana de 19,7% para o valor daqueles prémios. Mais recentemente, Schwert (1996), para uma amostra de quase duas mil fusões ocorridas nos EUA, entre 1975 e 1991, detectou um prémio de quase 25%, no dia do anúncio da operação, no caso de operações bem sucedidas.

A evidência de ganho para os accionistas das empresas adquiridas não é uma característica exclusiva do mercado americano. Franks e Harris (1986), para uma amostra de fusões no Reino Unido, detectam um prémio médio de 22%, enquanto para o mercado espanhol, Ocaña, Peña e Robles (1997) observam um prémio médio de cerca de 17%.

Eckbo e Langohr (1989) notam que o ganho para os accionistas do “alvo”, dentro de uma “janela temporal” em torno do anúncio da fusão relativamente reduzida, é independente de a fusão se concretizar efectivamente. No entanto, estendendo a análise a um período de tempo mais alargado, Bradley, Desai e Kim (1983) verificam que o ganho provocado pelo anúncio da fusão desaparece, caso esta não se concretize, resultado que também é verificado por Schwert (1996). Por outro lado, Loughran e Vijh (1997) constataam que quando os accionistas do alvo são pagos com acções da empresa adquirente, e as mantêm

na sua posse, o ganho supranormal de que beneficiaram no momento do lançamento da aquisição tende a desaparecer ao longo do tempo, tornando-se mesmo, em certos casos, negativo.

Se o consenso é praticamente absoluto, quanto ao impacte das fusões nos accionistas das empresas alvo, já o seu impacte nos accionistas das empresas adquirentes é controverso. No seu *survey*, Jensen *et al.* (1983) referem um retorno supranormal de 4% para os accionistas das empresas que lançam ofertas públicas de aquisição e de 0% para os accionistas de empresas que iniciam fusões, no caso em que estas operações se chegam a consumir. Já para ofertas que posteriormente não são aceites, encontram valores negativos para os retornos supranormais, quer no caso das ofertas públicas, quer no das fusões.

Jarrell e Poulsen (1994), para uma amostra de 770 fusões ocorridas entre 1963 e 1986, detectam um retorno supranormal positivo na casa de 1 a 2%, mas verificavam que este resultado médio oculta uma tendência temporal: aquele retorno é decrescente ao longo das três décadas que estudam, um resultado também verificado por Asquith, Bruner e Mullins (1983) e por Bradley, Desai e Kim (1988), e que se poderá prender com alterações no enquadramento legislativo que vieram facilitar a detecção de tentativas de aquisição e o lançamento de ofertas concorrentes. Esta deterioração do retorno obtido pelo comprador parece acompanhar o crescimento dos prémios pagos na aquisição: Mueller (1989: 5) nota que “Os prémios nos anos 60 tendiam a situar-se na casa dos 15 – 25 por cento. Nos anos mais recentes, os prémios são, em média, bem mais de 50 por cento”<sup>xii</sup>

Jarrell *et al.* (1994) verificam também que o retorno para o adquirente é menor quando a administração do alvo se opõe à aquisição. Os autores interpretam este resultado como indicando que, nessas circunstâncias, aumenta a probabilidade de a empresa enfrentar concorrência por parte de outros potenciais compradores, o que tenderia a fazer subir o preço da aquisição. Existe, de facto, um considerável número de estudos que comprovam que, como seria de esperar, a concorrência no processo de aquisição faz diminuir a rentabilidade para o comprador. Num estudo recente, De, Fedenia e Triantis (1996) verificam que o retorno supranormal para os adquirentes, em aquisições bem sucedidas em que existiram vários licitantes, é negativo e significativamente inferior ao verificado em aquisições em que existiu um único licitante. Os autores (*idem*: 281) concluem que o “... sucesso em processos de aquisição abertamente competitivos, tais como os observados em aquisições com múltiplos licitantes, é habitualmente oneroso para os accionistas das empresas licitantes bem sucedidas.”

Os estudos existentes estão longe de ser unânimes quanto à benignidade dos efeitos das aquisições sobre os accionistas das empresas compradoras. Entre os 18 estudos revistos por Mueller (1991), sete apresentam um retorno supranormal negativo e, dos que apresentam retorno positivo, apenas 4 lhe atribuem níveis de significância estatística convencionais. Sirower (1997), por sua vez, apresenta 10 estudos que são unânimes em atribuir retorno supranormal negativo às empresas que empreenderam aquisições nos anos 80.

Qualquer que seja o retorno médio proporcionado pelas fusões para os accionistas da empresa adquirente, um facto patente em todos os estudos é a grande variabilidade apresentada pelos retornos individuais. Este facto tem levado diversos autores a tentar verificar quais as determinantes do retorno supranormal proporcionado pelas fusões.

Kaplan e Weisbach (1992), que estimam o retorno supranormal médio para os accionistas da empresa compradora em -1.49%, constataam que este se encontra relacionado com o sucesso da operação. Os autores definem *ex-post* três subgrupos de fusões: as que dão origem a desinvestimentos classificados como insucessos, as que dão origem a desinvestimentos classificados como sucessos e as que não dão origem a desinvestimento. Os respectivos retornos supranormais, aquando do anúncio da operação, foram calculados em, respectivamente, -4.42%, -0.64% e -1.11%. Os autores interpretam estes resultados como parecendo indicar que o mercado distingue, no momento da fusão, as fusões mal sucedidas das restantes. Ora, se o mercado, com todas as assimetrias de informação com se debate, tem esta capacidade, não parece razoável supor que os gestores da empresa compradora não a tenham também. Estes resultados poderiam então ser interpretados como dando credibilidade à hipótese de que as fusões são, pelos menos em parte, guiadas por propósitos pessoais dos gestores e não por um objectivo de maximização da riqueza dos accionistas.

Aqueles autores (Kaplan *et al.*, 1992) verificam igualmente, à semelhança de Asquith *et al.* (1983), Eckbo *et al.* (1989) e muitos outros que, quando o pagamento é efectuado mediante a entrega de acções da empresa compradora, os retornos são significativamente inferiores aos que se verificam quando pagamento é efectuado em dinheiro. Este resultado é habitualmente interpretado como significando que os compradores tendem a pagar com acções quando pensam que a cotação destas está sobrevalorizada, pelo que o mercado interpreta a oferta de um pagamento em acções como um sinal negativo acerca da empresa compradora<sup>xiii,xiv</sup>.

É importante notar que esta possibilidade não é incompatível com a hipótese da eficiência dos mercados. De facto, esta apenas exige que os preços de mercado reflectam a informação disponível, não que toda a informação necessária a uma correcta avaliação do activo esteja disponível. Ora, como notam Franks *et al.* (1989: 167), “Preços incorrectos podem ocorrer por ser necessário aos gestores reter informação valiosa acerca do valor económico dos activos, se a sua libertação resultasse numa deterioração da posição competitiva da empresa”.

É, actualmente, voz corrente que as fusões conglomerais tenderiam a ter piores resultados do que as restantes. Kaplan *et al.* (1992) testam esta hipótese mas não encontram evidência em seu favor, embora verifiquem que as fusões conglomerais tendem a resultar, por comparação com as restantes, numa maior probabilidade de desinvestimento. Aliás, Agrawal, Jaffe e Mandelker (1992), utilizando uma janela temporal de longo prazo, constataam que as fusões conglomerais apresentam, mesmo, melhor performance do que as restantes.

Jarrel *et al.* (1994), por sua vez, testam a importância da dimensão relativa das empresas envolvidas na fusão e verificam que o retorno supranormal obtido pelo comprador é crescente com o rácio entre a dimensão da empresa adquirida e da empresa adquirente. Os autores interpretam este resultado como significando que, quando a empresa adquirida é muito menor do que a adquirente, os ganhos decorrentes da fusão tendem a passar despercebidos.

Os resultados anteriores não permitem uma conclusão inequívoca acerca do impacte das fusões e as leituras que deles são feitas são variadas. De uma forma geral, os especialistas em Finanças Empresariais tendem a considerar que a evidência demonstra que as fusões tendem a ter um inequívoco efeito positivo que, se é em grande parte apropriado pelo

alvo, não deixa também de ser partilhado pelos accionistas da empresa compradora<sup>xv</sup>. Aliás, poderiam, também, argumentar que outro padrão de distribuição dos ganhos não seria de esperar, num mercado em que existe uma crescente concorrência pelo aproveitamento de oportunidades de investimento limitadas.<sup>xvi</sup>

Os especialistas em Economia Industrial, por sua vez, tendem a lê-los como resultados ambíguos que, no mínimo, permitem dizer que parte muito considerável das fusões tem resultados insatisfatórios. Por outro lado, estes especialistas<sup>xvii</sup> argumentam que se não aceitarmos *a priori* a hipótese da eficiência dos mercados de capitais, então o eventual impacto positivo das fusões poderia reflectir as próprias ineficiências desses mercados, e não qualquer expectativa de capacidade lucrativa acrescida, o que não pode deixar de suscitar apreensão: como referem Franks *et al.* (1989: 167) “Se a ‘má formação’ dos preços fornece um incentivo para as fusões, então tal é motivo para preocupação uma vez que uma tal disfunção destruiria a capacidade das fusões para afectar recursos.”

A dúvida quanto ao real impacto das fusões é reforçada por um grande número de estudos que alargando a “janela temporal” a um período de alguns meses, ou anos, após a respectiva ocorrência são, quase sistematicamente, confrontados com retornos supranormais negativos para a empresa adquirente. Entre os seis estudos que abrangem o período pós-fusão revistos por Jensen *et al.* (1983) apenas um apresenta um retorno supranormal positivo e o valor médio que encontram é de -5.5%. Magenheim e Mueller (1988) encontram um declínio de 16% nos três anos seguintes à fusão. Agrawal *et al.* (1992) encontram evidência de um retorno supranormal negativo de 10%, nos 5 anos posteriores à fusão. Na Alemanha, Bühner (1991) encontra evidência de que no período entre 24 meses antes e 24 meses depois da fusão, as cotações da empresa compradora apresentam um retorno supranormal negativo de 9.38%.

Tal como os resultados para “janelas temporais” mais curtas, também estes apresentam, no entanto, significativa variabilidade. Agrawal *et al.* (1992) constata que os retornos supranormais negativos se concentram nas fusões, estrito senso, não se verificando para as ofertas de aquisição. Rao e Vermaelen (1996) confirmam este resultado, verificando mesmo que as ofertas de aquisição apresentam resultados supranormais positivos. Estes autores verificam, no entanto, que, mesmo dentro das fusões, é apenas um grupo que origina os maus resultados médios: o das empresas que apresentam rácios entre valor contabilístico e capitalização bolsista reduzidos. Os autores interpretam estes resultados como confirmando parcialmente as hipóteses da *hubris*, isto é, de que os gestores das empresas compradoras sobrestimam as suas capacidades de gestão, sendo levados a pagar preços excessivos, e de que os gestores daquelas empresas escolhem o momento das aquisições de forma a aproveitarem a sobrevalorização das acções das suas empresas.

Loughran *et al.* (1997), por sua vez, verificam também o diferente comportamento de fusões e ofertas de aquisição e, adicionalmente, que o modo de pagamento influencia significativamente o retorno supranormal de longo prazo: quando o pagamento é feito a dinheiro os resultados são muito mais favoráveis do que quando é feito por entrega de acções do adquirente.

Para além de pôr em dúvida a benignidade das fusões, para os accionistas das empresas adquirentes, a sistemática evidência de retornos supranormais negativos, encontrada pelos estudos que utilizam “janelas temporais” de longo prazo, constitui um desafio à teoria financeira estabelecida. Como referem Agrawal *et al.* (1992: 1606), “... o conceito dos mercados eficientes é um paradigma nuclear da teoria financeira. Uma performance

sistematicamente negativa após as fusões é, evidentemente, inconsistente com este paradigma.”

Em síntese, é inequívoco que os accionistas da empresa alvo ganham significativamente com as fusões, particularmente se pagos em dinheiro. Já para os accionistas da empresa adquirente, persiste a dúvida sobre os reais efeitos das fusões, parecendo, no entanto, claro que estes tendem a ser melhores quando esta se concretiza através de uma oferta de aquisição, desde não surjam ofertas concorrentes, do que a operação se concretiza de outra forma. Parece também claro que, no curto prazo, o mercado de capitais tende a sobrestimar o impacto das fusões na riqueza dos accionistas.

### **O Impacte das Fusões nas Empresas Envolvidas**

Uma grande parte dos estudos que se debruçam directamente sobre a performance da empresa resultante da fusão chega a conclusões pouco animadoras. Estes estudos incidem predominantemente na questão da rentabilidade das empresas envolvidas na fusão e sua comparação com a situação pré-fusão ou com um grupo de controlo de empresas não envolvidas em fusões. Evidentemente, a constatação de um impacte positivo na rentabilidade das empresas, não permite determinar em que medida este se deve a ganhos de eficiência ou, pelo contrário, a um acréscimo de poder de mercado. Já um efeito negativo é normalmente interpretado como implicando uma degradação nos níveis de eficiência das empresas envolvidas, já que não parece plausível que das fusões resulte uma diminuição do poder de mercado.

Num estudo já clássico, que incidiu sobre mais de cinco mil fusões ocorridas nos EUA, Ravenscraft e Scherer (1987a) verificam que cerca de 47 % das empresas adquiridas são posteriormente vendidas, sendo o desinvestimento particularmente frequente após fusões conglomeradas. Estes resultados são confirmados por Kaplan *et al.* (1992) que apontam para que cerca de 44% das unidades adquiridas sejam posteriormente alienadas, constatando que a probabilidade de desinvestimento após fusões conglomeradas é quatro vezes superior à que se verifica para as restantes fusões. Os dois estudos divergem, no entanto, quanto à rentabilidade das unidades alienadas. Ravenscraft *et al.* (1987a) consideram que as unidades alienadas apresentavam rentabilidade negativas no ano anterior à venda, enquanto no momento de aquisição a sua rentabilidade era superior à média da indústria, Kaplan *et al.* (1992) obtêm resultados substancialmente mais positivos, estimando em, apenas, 34% a 50% os casos de desinvestimento correspondentes a um insucesso. Em muitos casos, o desinvestimento seria mesmo a forma de rentabilizar os activos ao dispor da empresa. E vale a pena recordar que um dos mais controversos aspectos da vaga de fusões do final dos anos 80 se prendia com a elevada frequência com que os compradores “desmembravam” as empresas adquiridas, vendendo as suas componentes com lucros significativos face ao preço de aquisição.

Quanto às unidades adquiridas que não foram posteriormente alienadas, Ravenscraft *et al.* (1987a) constata um declínio na sua rentabilidade, parcialmente atribuível a uma degradação na sua eficiência operativa. Estes autores assinalam, no entanto, duas excepções ao padrão genérico dos seus resultados. Por um lado, as fusões entre empresas de dimensão semelhante apresentam um comportamento mais favorável do que as restantes, com uma evolução pelo menos não negativa da rentabilidade em relação à situação inicial. Por outro, as ofertas de aquisição, corrigidos os efeitos do diferente

tratamento contabilístico face às fusões estrito senso, parecem resultar numa manutenção da performance das empresas adquiridas.

Num estudo sobre fusões no Japão, Ikeda e Doi (1983) concluem que, quando comparadas com empresas da mesma indústria não envolvidas em fusões, a maioria das empresas que efectuam estas operações conseguem um acréscimo de rentabilidade mas não um acréscimo de eficiência, resultados que indiciam a criação ou reforço de poder de mercado. Este estudo limitava-se a comparar o número de empresas que viam a sua rentabilidade aumentar ou diminuir, não calculando, no entanto, o impacte médio daquelas operações. Odagiri *et al.* (1989), que fazem essa análise, concluem que as fusões não têm, no Japão, impacte significativo sobre a rentabilidade. O mesmo verifica, para o Canadá, Mcdougall (1995). Para a Alemanha, Bühner (1991) assinala um decréscimo da rentabilidade do activo e dos capitais próprios, após a fusão. E, para um conjunto de sete países desenvolvidos, Mueller (1980: 306) conclui que “... as fusões têm efeitos pequenos, para cima ou para baixo, na rentabilidade das empresas fusionadas.” e que “Os ganhos de eficiência decorrentes das fusões parecem ser pequenos ... tal como parecem também quaisquer ganhos de poder de mercado.”

Numa síntese de seis estudos realizados no Reino Unido, que podemos considerar aplicável a maioria da evidência apresentada, sobre o impacte das fusões na rentabilidade das empresas envolvidas, Hughes (1989: 79) conclui que “Não se encontra aqui muito apoio para a tese de que as fusões aumentam a rentabilidade relativa. A impressão que fica é, claramente, de um impacte pequeno, e variável, mas negativo.”

Esta impressão negativa é extensiva a outros aspectos da performance empresarial. Mueller (1987) constata que as fusões têm um impacte negativo nas quotas de mercado, sobretudo quando são de natureza conglomeral<sup>xviii</sup>. Odagiri *et al.* (1989) concluem que as fusões não têm impacte significativo sobre as taxas de crescimento das empresas. Caves e Barton (1990) e Lichtenberg (1992), por sua vez, constataam que a diversificação tem um impacte negativo sobre a eficiência técnica. Esta conclusão, embora não se refira especificamente à diversificação através de fusões, parece ser compatível com o facto de as fusões conglomerais resultarem numa elevada percentagem de desinvestimentos. Simon, Mokhtari e Simon (1996), por fim, encontram evidência de que as fusões teriam um impacte negativo nas receitas das empresas envolvidas.

No final dos anos 80, era praticamente consensual a noção de que o impacte das fusões na performance empresarial era, em média, provavelmente negativo. Alguns estudos mais recentes têm, no entanto, vindo quebrar a quase unanimidade existente em torno desta conclusão.

Healy *et al.* (1992) lançam dúvidas sobre a interpretação a dar a estudos anteriores e apresentam evidência em como as fusões têm a capacidade de melhorar significativamente a performance empresarial, normalizada em relação à média do sector, quanto à geração de *cash flow* em percentagem do activo. Atribuem este facto a uma significativa melhoria na rotação do activo e não encontram evidência que esta esteja relacionada com qualquer redução das despesas de capital que possa pôr em causa a rentabilidade futura da empresa.

Os resultados apresentados por Healy *et al.* (1992), apesar de interessantes e contrários à generalidade da evidência até aí existente, tinham, no entanto, o inconveniente de se referirem a uma amostra de reduzida dimensão e temporalmente muito restrita: as 50 maiores fusões ocorridas nos EUA, entre 1979 e meados de 1984. Por outro lado, na sua

amostra, em média, os alvos tinham uma dimensão correspondente a 42% da dos compradores. Ora, já Ravenscraft *et al.* (1989) tinham considerado as fusões entre empresas de dimensão equilibrada, *mergers of equals*<sup>xix</sup>, uma possível excepção aos resultados pouco animadores das fusões<sup>xx</sup>.

No entanto, Opler e Weston (1993), Switzer (1996) e Ghosh (1997), utilizando amostras de maior dimensão e temporalmente mais alargadas, chegam a conclusões muito semelhantes a Healy *et al.* (1992). Ghosh (1997) constata, no entanto, que as melhorias de performance, em termos de geração de *cash flow*, não se estendem a todos os tipos de aquisições: à semelhança de resultados habituais em estudos sobre o impacte das fusões nos accionistas, Ghosh (1997) verifica que as melhorias de performance se restringem às aquisições feitas a dinheiro, detectando uma sensível deterioração da performance no caso de aquisições pagas com acções do comprador. Também aqui, o meio de pagamento utilizado poderá sinalizar as expectativas dos gestores quanto à evolução da performance futura da empresa.

Os mais interessantes dos resultados recentes, no que concerne aos efeitos das fusões, são porventura os obtidos por investigadores que trabalharam com base em informação estatística confidencial recolhida pelo *U.S. Bureau of the Census*. Trata-se de informação muito detalhada sobre a actividade empresarial, agregada a nível do estabelecimento, e não da empresa, e disponível em séries temporais. Trata-se além disso de informação disponível para amostras de muito grande dimensão, nalguns casos aproximando-se, mesmo, de uma cobertura completa da população. Lichtenberg e Siegel (1992) analisam a relação entre a probabilidade de transferência de propriedade, entre mais de 20 mil estabelecimentos fabris americanos, no período 1972-1981, e a sua produtividade total de factores, bem como a evolução temporal deste indicador. Os seus resultados apontam para que a probabilidade de um estabelecimento fabril ver a sua propriedade transferida esteja inversamente relacionada com o nível da sua produtividade total dos factores. Verificam, por outro lado, que, após a transferência de propriedade, a produtividade destes estabelecimentos cresce mais rapidamente do que a dos que não mudaram de propriedade. Estes resultados são consistentes com uma interpretação das fusões como mecanismo corrector da ineficiência produtiva.

McGuckin e Nguyen (1995a) e McGuckin, Nguyen e Reznick (1995) analisam as mesmas questões utilizando uma amostra constituída por todas as transferências de propriedade ocorridas na indústria alimentar americana, entre 1977 e 1982. Embora restringindo-se a uma única indústria<sup>xxi</sup>, a amostra utilizada por estes autores é exaustiva, ao contrário do que acontecia com a utilizada por Lichtenberg *et al.* (1992) em que estavam fortemente sobre-representados os estabelecimentos de maior dimensão. Os autores concluem que a produtividade cresce mais rapidamente em estabelecimentos que sofreram uma mudança de propriedade do que naqueles em que isso não aconteceu, à semelhança de Lichtenberg *et al.* (1992), e isto apesar de, como também verificam, a produtividade dos estabelecimentos adquiridos, no momento da aquisição, ser já superior à dos não adquiridos. Os autores explicam a discrepância entre este seu resultado e o obtido por Lichtenberg *et al.* (1992) com base na diferente composição das suas amostras. De facto, também no seu caso, entre os estabelecimentos de maior dimensão a probabilidade de transferência de propriedade está inversamente relacionada com a produtividade. Parece, portanto, não poder aceitar-se a generalidade de uma explicação das fusões com base na sua capacidade para corrigir comportamentos não maximizadores.

A evolução positiva da produtividade, na sequência das aquisições, que estes estudos detectam, contrasta significativamente com os resultados de estudos anteriores que se manifestavam bem mais pessimistas. No entanto, McGuckin e Nguyen (1995b) apresentam evidência de um fenómeno que até então tinha passado despercebido e que poderá explicar, em grande medida, esse contraste. De acordo com estes autores (idem: idem) a produtividade dos estabelecimentos adquiridos aumenta na sequência das aquisições, mas o mesmo não acontece com a produtividade das empresas que os adquirem. De facto, a produtividade dos restantes estabelecimentos das empresas adquirentes decresce, na sequência da aquisição, levando a que uma análise ao nível da empresa atribua um impacte nulo às aquisições. Parece necessária investigação adicional no sentido de confirmar e explicar este resultado.

A evidência existente fornece algumas indicações quanto aos factores que explicam a variação dos resultados das fusões. Por sua vez, Fowler e Schmidt (1989) e Bühner (1991) constataam que a experiência prévia da empresa adquirente na concretização de fusões apresenta uma significativa relação com o impacte destas operações.

Healy *et al.* (1992) encontram evidência de que as fusões com melhores resultados, nos EUA, são aquelas em que há uma forte sobreposição entre os mercados das empresas envolvidas. No mesmo país, Ravenscraft *et al.* (1989) apontam para que as fusões entre empresas com actividades relacionadas<sup>xxii</sup> obtenham os melhores resultados. No Japão, as conclusões de Odagiri *et al.* (1989) vão mesmo sentido, apontando para que os melhores resultados ocorram em "... fusões e aquisições dirigidas a mercados diferentes mas relacionados e fusões e aquisições visando reforçar as capacidades de mercado" E na Alemanha, Bühner (1991) conclui que "fusões horizontais com extensão de produto obtêm melhores resultados do que outras categorias.

Em síntese, diríamos que embora prevaleça ainda a noção de que o impacte das fusões sobre a performance das empresas envolvidas tende a ser insatisfatório, um conjunto de estudos recentes tende a pôr em causa essa conclusão. Os resultados das fusões de extensão de produto tendem a ser particularmente favoráveis.

### **A Governação da Empresa e o Impacte das Fusões**

É por demais evidente, para qualquer observador da realidade empresarial contemporânea, o papel preponderante que os gestores desempenham nos processos de fusão, em particular nas empresas em que a dispersão de capital é significativa. Neste contexto, é evidentemente importante perceber qual o impacte que as fusões têm nos gestores e, simultaneamente, qual a influência que os gestores, e de uma forma mais geral a estrutura de governação da empresa, tem no sucesso das fusões.

Uma das primeiras questões que se colocam, neste campo, é a do motivo porque os gestores promovem fusões. Abell, Samuels e Cranna (1994) testam aquele que é, porventura o mais elementar dos motivos: o de que os gestores ganhem mais quando efectuam fusões. Utilizando uma amostra de empresas que efectuaram aquisições no Reino Unido, entre 1986 e 1990, aqueles autores verificam que a remuneração total (salário, prémios e opções de aquisição de acções) do principal executivo da empresa é positivamente influenciada pela percentagem do investimento efectuado pela empresa que corresponde à aquisição de participações noutras empresas. Deve notar-se que esta influência é independente, e cumulativa, com influência da dimensão sobre a remuneração, frequentemente encontrada em estudos empíricos: os gestores de topo das

empresas que investem grandemente em aquisições vêm a sua remuneração aumentar para além do que resultaria do mero aumento de dimensão da sua empresa, decorrente daquelas operações.

A provar-se a generalidade deste resultado, ele forneceria um motivo óbvio para o interesse dos gestores nas fusões, podendo leva-los, mesmo, a envolver-se em aquisições em que estivessem conscientes de um impacto negativo sobre a riqueza dos accionistas. No entanto, Seyhun (1990) analisa os padrões de transacção dos gestores das empresas compradoras, nos EUA, em acções da sua própria empresa, e verifica que, no período que antecede as aquisições, eles aumentam as suas compras e reduzem as vendas. Este comportamento não parece compatível com a concretização de aquisições sem expectativa de rentabilidade para os accionistas.

A capacidade das fusões para reduzirem o risco enfrentado pela empresa, mediante a diversificação de actividades, é outro dos seus potenciais atractivos para os gestores: não podendo os gestores diversificar a aplicação do seu capital humano, a possibilidade de que as fusões contribuam para abrigar a empresa de imponderáveis resultantes de alterações na sua envolvente parece susceptível de os motivar para aquelas operações. Amihud e Lev (1981) propõe, e testam empiricamente, a hipótese de que as fusões conglomeradas resultem de uma estratégia de redução de risco por parte dos gestores. Estes autores verificam que o número de aquisições conglomeradas realizadas pelas empresas se encontra positivamente correlacionado com a dispersão de capital da empresa. Entendendo a dispersão de capital como uma medida aproximada da discricionariedade de que os gestores gozam na gestão da empresa, os resultados parecem conformes à hipótese formulada.

Quanto às empresas adquiridas, Martin e McConnell (1991) mostram que na sequência das aquisições há um aumento muito significativo na probabilidade de substituição do gestor de topo. Este aumento de probabilidade está, além do mais, inversamente relacionado com a performance pré-fusão da empresa adquirida, resultado que confere algum suporte à noção de um mercado pelo controlo de empresas como mecanismo disciplinador dos comportamentos não maximizadores dos gestores. Krug e Hegarty (1997) verificam que o aumento da rotação de executivos é extensivo à generalidade da equipa de gestão, não se restringindo ao principal executivo. Mostram ainda que essa rotação, para a sua amostra de empresas americanas, é maior quando o comprador é uma empresa estrangeira.

Kini, Kracaw e Mian (1995) comprovam igualmente a existência de uma correlação positiva entre a ocorrência de aquisições e a rotação dos executivos, efeito que, aliás, verificam ser extensivo ao conjunto do *board*. No entanto, constatam que este efeito não se verifica quando o *board* é, antes da fusão, dominado por executivos exteriores à empresa adquirida. Segundo os autores, poderia considerar-se que a presença no *board* de elementos exteriores à empresa funciona como um mecanismo disciplinador que se substitui ao mercado pelo controlo de empresas.

No Reino Unido, Franks e Mayer (1996) verificam igualmente uma elevada rotação nos membros do *board* da empresa alvo na sequência de ofertas de aquisição. Essa rotação é particularmente elevada quando o *board* colocou entraves à tentativa de aquisição. Ao contrário do verificado por Martin e McConnell (1991), Franks e Mayer (1996) não encontram relação significativa entre a rotação nos membros do *board*, após a fusão, e a performance anterior da empresa adquirida.

A importância do mercado pelo controlo de empresas, enquanto mecanismo disciplinador dos comportamentos não maximizadores dos gestores, poderá, no entanto, exceder a que resulta da sua intervenção directa na substituição de gestores. Mikkelson e Partch (1997) verificam que, nos EUA, a substituição de equipas de gestão em empresas não adquiridas foi mais frequente no período 1984-1988, um período de grande intensidade na ocorrência de fusões, do que no período 1989-1993, em que aquelas operações foram muito menos numerosas. A diferença entre os dois períodos é particularmente acentuada no caso de empresas com performance substancialmente inferior à média: a percentagem destas empresas que viram alterada a sua equipa de gestão no primeiro período é praticamente dupla da verificada no segundo. Por outro lado, numa análise transversal aos determinantes da substituição da equipa de gestão, os autores verificam que no primeiro período há uma relação inversa significativa entre a performance da empresa e a probabilidade de substituição da sua equipa de gestão, relação essa que desaparece no segundo período. Mais do que uma alternativa aos mecanismos internos de governação, o mercado pelo controlo de empresas parece aqui funcionar como um estímulo ao seu bom funcionamento.

A mesma conclusão é sugerida pelos resultados de Denis e Serrano (1996) e Franks *et al.* (1995) que verificam que, na sequência de tentativas de aquisição não concretizadas, a frequência da substituição de gestores é muito superior à que se verifica em empresas que não estiveram envolvidas neste tipo de operação. E, além do mais, de acordo com Denis *et al.* (1996) as substituições concentram-se nas empresas com má performance em que, na sequência da tentativa de aquisição, alguns accionistas adquiriram peso significativo na estrutura de capital.

Vale ainda a pena notar que, de acordo com os resultados de Mikkelson *et al.* (1997), a probabilidade de substituição dos gestores é decrescente com a sua participação no capital da empresa. Tem frequentemente sido defendida a participação dos gestores no capital da empresa gerida, como forma de alinhar os interesses de gestores e accionistas e minimizar custos de agência. O resultado referido vem questionar a eficácia desta solução, já que a participação no capital parece ter efeitos negativos sobre outro dos mecanismos utilizados para resolver o mesmo problema: o risco de despedimento.

Tal como os estudos referidos documentam, a ocorrência de fusões é algo a que os gestores não podem ficar indiferentes: o seu rendimento, e mesmo o seu emprego e carreira, são por elas influenciadas. Sendo assim, não pode deixar de se esperar que estes agentes procurem influenciar as decisões da empresa nesta matéria, parecendo indispensável apurar qual o impacte dessa influência.

Byrd e Hickman (1992) encontram evidência de que a existência, no *board* da empresa adquirente, de *directors* não ligados à sua equipa de gestão influencia positivamente a rentabilidade obtida pelos accionistas da empresa num processo de aquisição. Os autores verificam particularmente que os prémios de aquisição pagos pelo adquirente são substancialmente menores quando mais de metade do *board* corresponde a elementos independentes da gestão. Podem oferecer-se, pelo menos, duas explicações para estes resultados. Por um lado, a presença de elementos independentes pode limitar a discricionariedade de actuação dos gestores e, dessa forma, coarctar os seus comportamentos não maximizadores. Por outro, é possível que presença de elementos não ligados à gestão contribua, de facto, para reforçar a capacidade do *board* para analisar fusões, por trazer conhecimentos que os gestores da empresa não têm.

Os resultados de Cosh *et al.* (1989), num estudo sobre fusões no Reino Unido, favorecem a primeira hipótese. Estes autores encontram evidência de que as empresas adquirentes que têm accionistas institucionais com um peso importante na sua estrutura accionista, conseguem melhores resultados nas fusões que levam a cabo do que aquelas em cuja estrutura accionista predominam os pequenos accionistas. Se admitirmos que os accionistas institucionais têm uma maior capacidade para fiscalizar, e influenciar, a acção dos gestores, isto parece confirmar que a discricionariedade dos gestores influencia negativamente a performance das fusões.

Por sua vez, Cotter, Shivdasani e Zenner (1997) analisam a importância da presença de elementos estranhos à gestão no *board* da empresa adquirida. Os seus resultados apontam para que um *board* independente, ou seja, um em que aqueles elementos estejam em maioria, resulte no recebimento de um maior prémio, no momento em que a oferta de aquisição surge e numa maior revisão do preço, quando esta ocorra. Constatam, além disso, que os ganhos para estes accionistas vêm substancialmente diminuídos quando a empresa adquirente tem, antes da oferta de aquisição, um representante no *board* da empresa adquirida. A presença deste representante leva, ainda, a uma diminuição significativa da probabilidade de resistência à oferta de aquisição.

Como referimos antes, a participação dos gestores no capital da empresa é frequentemente defendida como forma de alinhar os interesses de accionistas e gestores. Hubbard e Palia (1995) analisam o efeito da participação dos gestores no capital da empresa adquirente sobre o retorno supranormal obtido pelos seus accionistas no momento da aquisição. Os resultados a que chegam apontam para a inexistência de uma relação linear: até um nível de participação dos gestores de 5%, o retorno supranormal é crescente com a participação; a partir daí, a relação inverte-se<sup>xxiii</sup>. Os autores argumentam que o efeito de alinhamento de interesses entre accionistas e gestores apenas se verifica enquanto a participação destes últimos no capital se mantém abaixo de um determinado limiar. À medida que aquela participação cresce acima desse limiar, e portanto a riqueza dos gestores se torna menos diversificada, estes passam a ter interesse em utilizar as fusões como forma de minimização do risco, efeito que se vem sobrepor ao anterior. Seria este segundo efeito que levaria os gestores a disporem-se a pagar prémios excessivos para efectuar as aquisições tendo como consequência a redução da sua rentabilidade.<sup>xxiv</sup>

A participação dos gestores no capital, da empresa adquirente ou do alvo, parece influenciar significativamente a escolha do meio de pagamento utilizado nas fusões, sendo de recordar que a evidência parece mostrar que este se encontra relacionado com o retorno proporcionado por estas operações. Martin (1996) verifica que, para níveis intermédios de participação dos gestores da empresa adquirente no seu capital, a probabilidade de pagamento através da troca de acções se encontra negativamente relacionada com a participação dos gestores no capital. Este resultado poderá significar que, nessas circunstâncias, o receio com a perda da sua influência na empresa levará os gestores a preferirem crescentemente o pagamento a dinheiro, que não dilui a sua participação no capital. Para níveis muito reduzidos, ou muito elevados, de participação dos gestores no capital, o risco de perda da sua influência seria menor, o que explicaria não se verificar então relação entre o nível de participação e o meio de pagamento. Já Ghosh e Ruland (1997) analisam o impacte da participação dos gestores do alvo no seu capital e verificam que a probabilidade de o pagamento ser efectuado com títulos é

crescente com esta participação. Também este resultado parece significar que o receio de perda de influência por parte dos gestores é uma das principais determinantes do meio de pagamento.

Parece seguro concluir que a evidência demonstra serem as fusões capazes de contribuir para a satisfação de interesses particulares dos gestores, particularmente dos das empresas adquirentes. Já para os gestores das empresas adquiridas, estas operações representam uma ameaça. A existência de mecanismos de governação da empresa que coarctem a discricionariedade de comportamento dos gestores, aquando das fusões, parece beneficiar os accionistas.

### **Fusões e Poder de Mercado**

O interesse, quer dos economistas industriais, quer das autoridades económicas, pelas fusões prende-se, em grande medida com o seu impacte em termos de poder de mercado e criação de eficiência, de que decorrem, potencialmente, efeitos contraditórios sobre o bem estar da sociedade em geral. Apesar disso, os estudos empíricos que abordam directamente estes temas são, em termos comparativos, relativamente escassos dentro da vasta literatura sobre as fusões.

O interesse da Economia Industrial pelas fusões prendia-se, inicialmente, em grande medida, com a convicção de que estas tinham um profundo efeito sobre os níveis de concentração no mercado e que, esta última, seria a principal determinante da performance. Não é por isso de estranhar que uma das primeiras linhas de investigação empírica, no que respeita às fusões, tenha incidido sobre o seu impacte no nível de concentração dos mercados. Não havendo, evidentemente, qualquer razão para esperar que esse efeito seja estável ao longo do tempo e do espaço, não é surpreendente, o facto de existirem estimativas muito diferentes da sua importância.

Weiss (1965) analisou esta questão para uma amostra de seis indústrias nos EUA, nas décadas de 30, 40 e 50. O autor (idem: idem) conclui que o crescimento interno e a saída, têm uma relação muito mais estreita com as variações no nível de concentração do que as fusões, embora a influência destas não seja negligenciável. Para o período de 1954 a 1965, e para o Reino Unido, Utton (1971) conclui que as fusões desempenharam um importante papel nas variações da concentração sectorial. Os efeitos das fusões sobre a concentração, naquele país, suscitaram um acalorado debate no número de Março de 1981 do *Journal of Industrial Economics*, entre L. Hannah e J.A. Kay, que argumentavam que as fusões eram a principal força por detrás do crescimento da concentração, e P. E. Hart e S. J. Prais, que lhes atribuíam uma importância muito menor, e seguramente inferior à do crescimento interno. Por sua vez, Müller (1976) analisa a mesma questão para uma amostra de 11 sectores industriais na Alemanha no período de 1958 a 1971. O autor (idem: idem) constata a existência de níveis médios de concentração muito elevados, e estáveis, apesar do significativo crescimento do mercado. As fusões apresentam, para aquela amostra, uma relação significativa com as alterações nos níveis de concentração, mas o crescimento interno é igualmente importante.

Nos anos mais recentes, esta linha de investigação quase desapareceu, para o que se podem apresentar várias explicações. Por um lado, os estudos existentes tornaram óbvio que os resultados obtidos eram muito sensíveis, quer ao período e local estudado, quer aos métodos utilizados na amostragem e análise. Por outro lado, os anos 60 e 70 foram marcados pela crescente importância das fusões conglomeradas, das quais não advém

qualquer impacte na concentração. Por fim, a evolução da Economia Industrial veio retirar à concentração o protagonismo de que esta anteriormente gozava, reduzindo sensivelmente o interesse nos resultados a que estes estudos pudessem eventualmente chegar.

Dissemos anteriormente que os *event studies*, tão populares entre os especialistas em finanças, não permitiam conhecer as origens de um eventual ganho para os accionistas das empresas envolvidas em fusões: em particular, esse ganho tanto poderia ser explicado por ganhos de eficiência como por um acréscimo de poder de mercado. Eckbo (1983) e Stillman (1983) vieram, no entanto, propor uma solução para este problema: a origem do ganho para as empresas envolvidas na fusão poderia ser deduzida do seu impacte nas cotações das empresas concorrentes. Aqueles autores argumentam que se a fusão aumenta a eficiência das empresas envolvidas então a sua ocorrência tenderá a prejudicar os concorrentes daquelas empresas. Pelo contrário, se a fusão cria poder de mercado, dando origem a preços mais elevados por parte das empresas envolvidas, então ela representa uma boa notícia para os concorrentes. A análise das reacções das cotações destes concorrentes, ao anúncio de acontecimentos que alterem a probabilidade de concretização de uma fusão, deveria portanto permitir distinguir entre as duas hipóteses.

Os estudos realizados pelos autores [Eckbo (1983), Stillman (1983)] mostram retornos supranormais positivos para os concorrentes das empresas envolvidas em fusões horizontais o que, de acordo com o anteriormente exposto, parece indicar que aquelas operações geram poder de mercado acrescido. Os autores argumentam, no entanto, que não é necessariamente assim: a ocorrência de uma fusão, numa indústria, poderia ser entendida pelo mercado como um sinal indicativo de um aumento da probabilidade de ocorrência de outras fusões na mesma indústria. Ora, como já documentamos, os accionistas das empresas adquiridas tendem a obter ganhos muito substanciais com estas operações. Seria então possível que os retornos supranormais obtidos pelos accionistas das empresas concorrentes decorressem deste aumento da probabilidade de elas próprios se virem a envolver em fusões, e não da fusão em si mesma.

Procurando evitar esta dificuldade, os autores estudam seguidamente o impacte do anúncio da oposição às fusões, por parte das autoridades de controlo de concentrações, sobre os concorrentes das empresas envolvidas. Verificando que esta oposição não gera qualquer retorno supranormal negativo, os autores concluem que o ganho original, aquando do anúncio da fusão, não resulta de uma expectativa de acréscimo de poder de mercado.

Desta conclusão não pode, no entanto, deduzir-se que as fusões não tenham capacidade para gerar poder de mercado, nem que não haja necessidade de controlar as fusões quanto ao seu possível impacte nesse domínio. De facto, há que ter em atenção que as amostras utilizadas por aqueles autores se referiam ao EUA nas décadas de 60 e 70, período em que a existência de uma política *antitrust* muito activa resultou numa limitação à possibilidade de ocorrência de fusões geradoras de poder de mercado. O facto de estes estudos não detectarem indícios de poder de mercado entre as fusões concretizadas poderia ser o testemunho da eficácia daquela política e não, como alguns pretendem, a evidência da sua irrelevância.

Prager (1992) faz incidir a sua análise sobre a fusão que deu origem à *Northern Securities Company*, o primeiro caso objecto de proibição nos EUA. A *Northern Securities Company* foi formada, em 1901, por fusão de duas empresas que concorriam no

fornecimento de transporte ferroviário transcontinental. À data, não existia qualquer experiência prévia de proibição de uma operação de concentração. A fusão veio, no entanto, a ser judicialmente contestada, em 1902, e, em 1904, o caso foi finalmente resolvido quando o Supremo Tribunal americano reiterou a decisão dos tribunais de instância inferior de ordenar a cisão da empresa em duas unidades independentes. Analisando a reacção das cotações dos concorrentes ao anúncio da fusão, e a uma série de acontecimentos posteriores com influência na probabilidade da sua concretização, Prager (1992) conclui pela existência de evidência de efeitos anti-competitivos da fusão.

Mullin, Mullin e Mullin (1995) analisam um outro famoso caso de litigação antitrust, referente à U.S. Steel, empresa formada, em 1901, mediante uma fusão. Em 1911, o *Department of Justice* americano acusou a empresa de monopolização e restrições ao comércio e solicitou a sua dissolução judicial. O caso arrastou-se nos tribunais até 1920, quando o Supremo Tribunal confirmou a decisão dos tribunais de instância inferior, de rejeitar as acusações e o pedido de dissolução. Mullin *et al.* (1995), estendem a metodologia proposta por Eckbo (1983) e Stillman (1983) no sentido de analisar o impacto da fusão, não apenas sobre os concorrentes das empresas envolvidas, mas também sobre as empresas situadas a jusante. Os autores concluem que a U.S. Steel tinha poder de mercado e que este teria sido cerceado mediante a dissolução da empresa.

Pela sua natureza, os *event studies* analisam expectativas em relação aos efeitos das fusões, não os efeitos em si mesmos. O mesmo acontece com a metodologia proposta por Baker e Bresnahan (1985), que, no entanto, se baseia directamente em dados observáveis nos mercados onde as empresas concorrem. Estes autores utilizam dados sobre preços e quantidades de transacção, anteriores à ocorrência de uma fusão, bem como sobre diversos factores susceptíveis de influenciar os custos das empresas, para estimar um sistema de equações correspondentes às curvas da procura residual, e às condições de maximização do lucro daquelas empresas. Dessa forma, conseguem estimar qual o impacto disciplinador que cada uma das empresas tem sobre as outras e, conseqüentemente, qual o previsível efeito anticompetitivo de uma fusão entre elas. Aplicando esta metodologia ao mercado americano de cerveja, os autores mostram que uma fusão entre a maior empresa, a Anheuser-Busch, e um dos seus rivais próximos, Pabst e Coors, geraria consideráveis ganhos de poder de mercado. Saliente-se que a utilização de metodologias deste tipo é hoje corrente na prática *antitrust* americana.

Por vezes, porém, é possível ir além da mera análise de expectativas. Barton e Sherman (1984) analisam o impacto de duas aquisições efectuadas pela Xidex Corporation, a maior produtora mundial de microfilme para duplicação, sobre os seus preços e lucros. A Xidex produzia dois tipos de microfilme, utilizando tecnologias idênticas e com custos de produção muito semelhantes. Em 1976 a empresa adquiriu um importante concorrente na venda de um dos tipos de microfilme e, em 1979, um importante concorrente na produção do outro tipo de microfilme. Em 1981, a *Federal Trade Commission* processou a empresa por violação da legislação antitrust.

Dada a similitude, da tecnologia e custos de produção dos dois tipos de microfilme, Barton *et al.* (1984) utilizam o rácio entre os respectivos preços como um indicador do poder de mercado resultante das aquisições efectuadas. O facto de um dos principais clientes da Xidex serem os *U.S. General Services Administration*, permitiu aos autores ter acesso a preços efectivos de transacção. Barton *et al.* (1984) verificam que, na sequência de cada uma das aquisições, o preço relativo dos dois tipos de microfilme evoluiu de

forma consistente com a hipótese de que essas operações tenham gerado substancial poder de mercado. Verificam, também, que os acréscimos de preços permitidos pelas aquisições tiveram um impacto nos lucros da Xidex suficientemente importante para lhe permitir recuperar o custo de cada uma das aquisições em apenas dois anos.

Gallet (1996), por sua vez, estima um modelo constituído por uma curva da procura e uma condição de maximização do lucro, para a indústria americana do aço, entre 1968 e 1983. Durante esse período, verificaram-se naquela indústria quatro fusões que o autor faz corresponder a quatro variáveis dicotómicas que, no conjunto, segmentam a sua amostra em cinco períodos. Utiliza ainda uma variável destinada a captar qualquer tendência linear de evolução do poder de mercado ao longo do período. Os seus resultados apontam para que, de facto, tenha existido uma tendência para a contínua redução do poder de mercado. Duas das fusões analisadas tiveram, no entanto, o efeito de contrariar significativamente essa tendência.

Kim *et al.* (1993) analisam o impacto das fusões sobre os preços praticados pelas companhias de aviação americanas, no período 1985-88. Para o efeito, comparam as variações nos preços praticados em rotas em que se verificaram fusões, com os praticados em rota de idêntica distância mas em que tal não tenha ocorrido. Estes autores concluem que, naquele período, as fusões resultaram num aumento médio dos preços de 10%, com as empresas concorrentes das empresas envolvidas nas fusões a comportarem-se de forma muito semelhante a estas. Para além do próprio aumento de preços, o facto de este estar positivamente correlacionado com os níveis de concentração em cada uma das rotas, constitui evidência adicional de poder de mercado. Os elementos existentes apontam também, no entanto, para que as empresas envolvidas em fusões tenham obtido ganhos de eficiência. Singal (1995) desenvolve o trabalho de Kim *et al.* (1993) e mostra que as reacções do mercado de capitais ao anúncio das fusões apresentam uma correlação muito significativa com o posterior impacto daquela operação em termos de poder de mercado.

Os estudos que procuram averiguar o impacto das fusões em termos da criação de poder de mercado, não permitem certezas quanto ao seu efeito médio. Mas permitem, inequivocamente, afirmar que, num número significativo casos, as fusões horizontais geram considerável poder de mercado.

### **Vagas de Fusões e Reestruturação Industrial**

Uma das características intrigantes das fusões, é o facto de tenderem a concentrar-se em determinados períodos, o que leva a que se fale de vagas de fusões<sup>xxv</sup>. A ocorrência destas vagas leva a generalidade dos autores a admitir que as mesmas são um fenómeno susceptível de explicação económica<sup>xxvi</sup>.

Nelson (1959) analisou a relação entre as vagas de fusões e o comportamento cíclico da economia americana e conclui estarem os dois fenómenos estreitamente correlacionadas: as vagas de fusões apresentavam um claro carácter pró-cíclico. O mesmo autor (*idem*) concluiu ainda que as vagas de fusões apresentavam uma elevada correlação com o nível de actividade do mercado bolsista, quer este fosse medido pelo volume de transacções, quer pelo nível das cotações.

A constatação do carácter pró-cíclico das vagas de fusões não constitui, no entanto, uma explicação do fenómeno. Golbe e White (1988) argumentam que, uma vez que as fusões constituem uma alternativa ao crescimento orgânico, estas operações deveriam ser mais frequentes quando o  $q$  de Tobin fosse reduzido, já que, nessas condições, o crescimento

externo se torna relativamente mais barato. Por outro lado, as fusões deveriam ser também mais frequentes em períodos em que surja nova informação susceptível de gerar divergências de opinião quanto às perspectivas futuras que se apresentam às empresas. Os autores (idem: idem) notam que, nestes períodos, será também de esperar uma intensificação das transacções nos mercados de capitais.

Assim sendo, Golbe *et al.* (1988) utilizam o volume de transacções nestes mercados como uma *proxy* para a libertação de nova informação e verificam que esta apresenta uma correlação positiva, e bastante elevada, com a intensidade de ocorrência de fusões. Para sua surpresa, constatam, no entanto, uma relação positiva entre o  $q$  e a intensidade de ocorrência de fusões. Esta surpresa não parece, no entanto, inteiramente justificada: se bem que não exista uma justificação clara para o facto, a verdade é que é habitualmente admitida a existência de uma correlação entre as vagas de fusões e os períodos de *boom* dos mercados accionistas, períodos em que tendencialmente o  $q$  é mais elevado.

Mitchell e Mulherin (1996) argumentam que as fusões são, em parte significativa, uma resposta a alterações significativas na envolvente económica, choques económicos, de natureza global ou sectorial. As fusões tenderiam, por isso, a concentrar-se em períodos de forte alteração na envolvente. Para testar a hipótese, os autores (idem: idem) utilizam uma amostra de 1.064 fusões ocorridas nos EUA, entre 1982 e 1989, um período que, naquele país, é conhecido como a quarta vaga de fusões.

Mitchell *et al.* (1996) começam por mostrar que, dentro deste período, a intensidade da ocorrência de fusões apresenta uma acentuada variabilidade sectorial: enquanto em sete das cinquenta e uma indústrias que estudam mais de três quartos das empresas foram alvo de aquisições, em três as empresas alvo de aquisições foram menos de um quarto. Mostram também que, dentro do período considerado, as diferentes indústrias tendem a ter as suas fusões concentradas em diferentes momentos. Finalmente, mostram que a intensidade sectorial das fusões se encontra relacionada, de forma estaticamente significativa, com várias *proxies* representativas de choques económicos.

Coulter e Seifert (1997) apresentam resultados que vão no mesmo sentido. Mostram, nomeadamente, que os choques económicos continuam a explicar a variabilidade intersectorial da intensidade das fusões no período 1991-94, caracterizado, para o conjunto da economia, por uma reduzida intensidade de fusões. Apresentam também alguma evidência que parece mostrar que a intensidade da ocorrência de fusões está relacionada com a intensidade dos choques económicos.

### **Fusões, Emprego e Salários**

Uma das questões que maior polémica suscita, a propósito das fusões, na opinião pública em geral e nos responsáveis políticos em particular, é a do seu impacte nos trabalhadores e, nomeadamente, nos níveis do emprego e dos salários. A opinião prevalecente é claramente a de que estas operações têm frequentemente efeitos indesejáveis a esse nível, tendendo a gerar desemprego e exercer uma pressão no sentido da redução dos salários. Não é difícil encontrar explicações económicas para este eventual efeito das fusões, que é compatível com qualquer das duas principais explicações para as fusões: se a fusão viabiliza o exercício de poder de mercado, então deverá resultar numa restrição do volume de produção, de que poderá decorrer a redução nos níveis de emprego; por outro lado, se as fusões visam a redução dos custos, nomeadamente através do aproveitamento de sinergias, então elas resultarão, muitas vezes, na eliminação de empregos

correspondentes a tarefas em que existe duplicação de esforços. Surpreendente, no entanto, são muito escassos os estudos empíricos relativos a estas questões.

Brown e Medoff (1988) analisam estas questões para uma amostra de fusões e outras transferências de propriedade de empresas ocorridas no estado americano do Michigan. Estes autores dividem as operações que analisam em três categorias: vendas simples, em que uma empresa muda de propriedade, sem ser integrada com outra empresa; venda de activos, em que uma empresa adquire os activos de outra, sem absorver os seus trabalhadores; e fusão, em que uma empresa adquire outra, ou se funde com ela, sendo efectuada a integração das forças de trabalho. No primeiro caso, venda simples, estimam um aumento médio do emprego em 9% e uma redução dos salários em 5%. No segundo caso, venda de activos, como seria de esperar uma vez que não há absorção de trabalhadores, estimam uma redução média no emprego de 5%, e um aumento nos salários na mesma percentagem. Finalmente, no caso das fusões, estimam um aumento médio de 2% no emprego e uma redução de 4% nos salários.

Lichtemberg e Siegel (1989) analisam o mesmo tipo de questões utilizando dados dos censos económicos americanos, dos inquéritos anuais à indústria transformadora americana e dos inquéritos à actividade de investigação nas empresas industriais americanas. A sua análise centra-se no período 1977-1982. A principal conclusão dos autores (idem: idem) é que, naquele período, a nível dos escritórios centrais das empresas envolvidas em fusões, o emprego diminuiu cerca de 12% enquanto nos escritórios centrais de empresas não envolvidas naquelas operações cresceu cerca de 4%. Simultaneamente, nos primeiros os salários cresceram cerca de 9% menos do que nos segundos. Já a nível dos estabelecimentos fabris, a diferença entre as taxas de crescimento do emprego não ultrapassou os 5%. Estes resultados apontam para que a possibilidade de obter economias a nível das funções de gestão e administração possa ser uma importante explicação para as fusões.

McGuckin *et al.* (1995), por sua vez, analisam a relação entre as mudanças de propriedade, a evolução dos salários e a evolução do emprego no estabelecimentos fabris das empresas americanas da indústria alimentar, no período 1977-1987. Estes autores concluem que o emprego e os salários crescem mais rapidamente nos estabelecimentos que mudam de propriedade do que nos restantes, embora, no que respeita ao emprego, o resultado não seja robusto. Os autores notam, no entanto, que os resultados se invertem para os estabelecimentos fabris de maior dimensão. Curiosamente, todos os resultados se tornam estatisticamente insignificantes quando a análise é feita a nível da empresa e não do estabelecimento.

Em síntese, contrariando a opinião generalizada, os poucos estudos existentes parecem assim apontar para que, nos EUA, o impacte global das fusões no emprego e nos salários seja pouco significativo e não necessariamente negativo. Isto não implica, naturalmente, que algumas destas operações tenham efeitos substanciais aquele nível.

## CONCLUSÕES

A mais consensual das conclusões que a, muito extensa, literatura empírica sobre fusões permite é a de que os accionistas do alvo obtêm ganhos muito substanciais, face ao valor de mercado das suas acções, com a concretização desta operações. Já quanto aos

accionistas da empresa adquirente, persiste a dúvida sobre os reais efeitos das fusões, parecendo, no entanto, claro que estes tendem a ser melhores quando esta se concretiza através de uma oferta de aquisição, desde não surjam ofertas concorrentes, do que se a operação se concretiza de outra forma, sendo também melhores quando a empresa se oferece para pagar a dinheiro do que quando pretende fazê-lo com as suas próprias acções. Existe também considerável evidência que aponta para que, no curto prazo, o mercado de capitais tenda a sobrestimar o impacto das fusões na riqueza dos accionistas.

Os estudos existentes sobre o impacto das fusões na performance das empresas envolvidas oferecem as conclusões mais variadas. Os estudos mais recentes, no entanto, parecem apontar para um impacto médio positivo. Em qualquer caso, quer estes, quer os estudos anteriores, demonstram uma grande variabilidade dos resultados das fusões.

A discricionariedade de que gozam os gestores na sua actuação é, de acordo com a evidência existente, uma determinante relevante dos ganhos obtidos pelos accionistas das empresas envolvidas em fusões. De facto, esses ganhos parecem ser significativamente superiores quando aquela discricionariedade é coarctada pela presença de elementos estranhos à gestão nos órgãos de controlo das empresas, pela existência de grandes accionistas não envolvidos na gestão na estrutura de capital ou pelo alinhamento dos interesses de accionistas e gestores mediante a participação, não demasiadamente expressiva, destes últimos no capital da empresa.

A evidência empírica comprova igualmente a capacidade das fusões horizontais para gerar poder de mercado, não validando algumas teses que defendem a irrelevância da política *antitrust*. A evidência vem, neste domínio, da análise de casos individuais, não sendo lícito extrapolar deles qualquer presunção geral de que as fusões gerem necessariamente aqueles efeitos. A muito limitada evidência existente sobre o assunto, aponta para que, em média, as fusões não tenham efeitos particularmente expressivos sobre os níveis de emprego e salários, não sendo sequer certo que esses efeitos sejam predominantemente negativos.

## REFERÊNCIAS

- Abell, Peter, Samuels, John e Cranna, Michael, 1994, *Mergers, Motivation and Directors Remuneration*, Centre for Economic Performance Discussion Paper No. 199
- Agrawal, Anup, Jaffe, Jeffrey F. e Mandelker, Gershon N., 1992, "The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly", *Journal of Finance*, XLVII, 4, 1605-1621
- Amihud, Yakov e Lev, Baruch, 1981, "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers", *Bell Journal of Economics*, 12, 605-617
- Asquith, Paul, Bruner, Robert F. e Mullins Jr., David W., 1983, "The Gains to Bidding Firms from Mergers", *Journal of Financial Economics*, 11, 121-139
- Baker, Jonathan B. e Bresnahan, Timothy F., 1985, "The Gains from Merger or Collusion in Product-Differentiated Industries", *Journal of Industrial Economics*, XXXIII, 4, 427-444
- Barton, David M. e Sherman, Roger, 1984, "The Price Effects of Horizontal Merger: A Case Study", *Journal of Industrial Economics*, XXXIII, 2, 165-177
- Black, Fisher, 1986, "Noise", *Journal of Finance*, 41, 529-543
- Bradley, Michael, 1987, "Discussion" in Browne, Lynn e Rosengren, Eric S. (eds.), *The Merger Boom: Proceedings of a Conference Held in October 1987*, Conference Series No. 31, Federal Reserve Bank of Boston
- Bradley, Michael, Desai, Anand e Kim, E. Han, 1983, "The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy", *Journal of Financial Economics*, 11, 183-206
- Bradley, Michael, Desai, Anand e Kim, E. Han, 1988, "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics*, 21, 3-40
- Bresnahan, Timothy F., 1989, "Empirical Studies of Industries with Market Power", in Schmalensee, Richard e Willig, Robert, *Handbook of Industrial Organization*, North-Holland
- Bühner, Rolf, 1991, "The Success of Mergers in Germany", *International Journal of Industrial Organization*, 9, 513-532
- Byrd, John e Hickman, Kent A., 1992, "Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence From Tender Offer Bids", *Journal of Financial Economics*, 32, 195-221
- Caves, Richard E., 1989, "Mergers, Takeovers and Economic Efficiency: Foresight vs. Hindsight", *International Journal of Industrial Organization*, 7, 151-174
- Caves, Richard e Barton, David R., 1990, *Technical Efficiency in U.S. Manufacturing Industries*, MIT Press
- Chang, Saeyoung, 1998, "Takeovers of Privately Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns", *Journal of Finance*, 53, 773-784
- Cosh, A.D., Lee, K. e Singh, A., 1989, "Institutional Investment, Mergers and the Market for Corporate Control", *International Journal of Industrial Organization*, 7, 73-100
- Cotter, James F., Shivdasani, Anil e Zenner, Marc, 1997, "Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth During Tender Offers?", *Journal of Financial Economics*, 43, 195-218
- Coulter, Kathryn e Seifert, Bruce, 1997, *An Examination of the Relationship between Industry-Level Shocks and Merger Waves in the 1980s and the 1990s*, Financial Management Association Annual Meeting, Honolulu

- De, Sankar, Fedenia, Mark e Triantis, Alexander J., 1996, "Effects of Competition on Bidder Returns", *Journal of Corporate Finance*, 2, 261-282
- de Jong, H.W., 1990, "Mergers and Competition Policies: Some General Remarks", in Admiraal, P.H., *Merger & Competition Policy in the European Community*, Basil Blackwell
- Denis, David J. e Serrano, Jan M., 1996, "Active Investors and Management Turnover Following Unsuccessful Control Contests", *Journal of Financial Economics*, 40, 239-266
- Eckbo, B. Espen, 1983, "Horizontal Mergers, Collusion, and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, 11, 241-273
- Eckbo, B. Espen e Langohr, Herwig, 1989, "Information Disclosure, Method of Payment and Takeover Premiums: Public and Private Tender Offers in France", *Journal of Financial Economics*, 24, 363-403
- Franks, Julian e Harris, Robert S., 1986, "Shareholder wealth effects of corporate takeovers: the UK experience 1955-85", *London Business School and University of North Carolina at Chapel Hill Working Paper*
- Franks, Julian e Mayer, Colin, 1996, "Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure", *Journal of Financial Economics*, 40, 183-181
- Fowler, Karen L. e Schmidt, Dennis R., 1989, "Determinants of Tender Offer Post-Acquisition Financial Performance", *Strategic Management Journal*, 10, 339-350
- Gallet, Craig A., 1996, "Mergers and Market Power in the U.S. Steel Industry", *Applied Economic Letters*, 3, 221-223
- Gaughan, Patrick (ed.), 1994, *Readings in Mergers and Acquisitions*, Blackwell Publishers
- Ghosh, Aloke, 1997, "Accounting Based Performance of Acquiring Firms and Method of Payment used in Acquisitions", *Baruch College working paper*
- Ghosh, Aloke e Ruland, William, 1998, "Managerial Ownership, the Method of Payment for Acquisitions, and Executive Job Retention", *Journal of Finance*, 53, 785-798
- Golbe, Devra L. e White, Lawrence J., 1988, "Mergers and Acquisitions in the U.S. Economy: An Aggregate and Historical Overview", in Auerbach, Alan J. (ed.), *Mergers and Acquisitions*, The University of Chicago Press
- Hannah, L. e Kay, J. A., 1981a, "The Contribution of Mergers to Concentration Growth: A Reply to Professor Hart", *Journal of Industrial Economics*, XXIX, 3, 305-313
- Hannah, L. e Kay, J. A., 1981b, "The Contribution of Mergers to Concentration Growth: A Reply to Professor Prais", *Journal of Industrial Economics*, XXIX, 3, 331-332
- Hart, P. E., 1981, "The Effects of Mergers on Industrial Concentration", *Journal of Industrial Economics*, XXIX, 3, 315-320
- Healy, Paul M., Papelu, Krishna G. e Ruback, Richard S., 1992, "Does Corporate Performance Improve After Mergers?", *Journal of Financial Economics*, 31, 135-175
- Hubbard, R. Glenn e Palia, Darius, 1995, "Benefits of control, managerial ownership, and the stock returns of acquiring firms", *Rand Journal of Economics*, 26, 4, 782-792
- Hughes, Alan, 1989, "The Impact of Merger: a Survey of Empirical Evidence for the UK", in Fairburn, James e Kay, John, *Mergers and Merger Policy*, Oxford University Press
- Ikeda, Katsuhiko e Doi, Noriyuki, 1983, "The Performance of Merging Firms in Japanese Manufacturing Industry: 1964-75", *Journal of Industrial Economics*, XXXI, 3, 257-266

- Jarrell, Gregg A. e Poulsen, Annette B., 1994, "The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades", in Gaughan, Patrick (ed.), *Readings in Mergers and Acquisitions*, Basil Blackwell
- Jensen, Michael C e Ruback, Richard S, 1983, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50
- Jensen, Michael C., 1988, "Takeovers: Their Causes and Consequences", *Journal of Economic Perspectives*, 2, 21-48
- Kaplan, Steven N. e Weisbach, Michael S., 1992, "The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures", *Journal of Finance*, 47, 107 – 138
- Kaplan, Steven N., Mitchell, Mark L. e Wruck, Karen H., 1997, *A Clinical Exploration of Value Creation and Destruction in Acquisitions: Organizational Design, Incentives, and Internal Capital Markets*, National Bureau of Economic Research Working Paper 5999
- Kim, E. Kahn e Singal, Vijay, 1993, "Mergers and Market Power: Evidence from the Airline Industry", *American Economic Review*, 83, 3, 549-569
- Kini, Omesh, Kracaw, William e Mian, Shehzad, 1995, "Corporate Takeovers, Firm Composition, and Board Composition", *Journal of Corporate Finance*, 1, 383-412
- Krug, Jeffrey A. e Hegarty, W. Harvey, 1997, "Postacquisition Turnover among U.S. Top Management Teams: An Analysis of the Effects of Foreign vs. Domestic Acquisitions of U.S. Targets", *Strategic Management Journal*, 18, 8, 667-675
- Lichtenberg, Frank R. e Siegel, Donald, 1989, "The Effects of Takeovers on the Employment and Wages of Central-Office and Other Personnel", U.S Bureau of the Census, Center for Economic Studies discussion paper CES 89-3
- Lichtenberg, Frank R., 1992, *Corporate Takeovers and Productivity*, MIT Press
- Lichtenberg, Frank R. e Siegel, Donald, 1992, "Productivity and Changes in Ownership of Manufacturing Plants", in Lichtenberg, Frank R., *Corporate Takeovers and Productivity*, The MIT Press
- Loughran, Tim e Vijh, Anand M., 1997, "Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions", *Journal of Finance*, LII, 5, 1765-1790
- MacKinlay, A. Craig, 1997, "Event Studies in Economics and Finance", *Journal of Economic Literature*, XXXV, 13-39
- Magenheim, Ellen B. e Mueller, Dennis C., 1988, "Are Acquiring-Firm Shareholders Better Off after an Acquisition?" in Coffee, John C., Lowenstein, Louis e Rose-Ackerman, Susan (eds.), *Knights, Raiders, and Targets: The Impact of Hostile Takeover*, Oxford University Press
- Martin, Kenneth J. e McConnell, John J., 1991, "Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover", *Journal of Finance*, XLVI, 2, 671-687
- Martin, Kenneth J., 1996, "The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities, and Management Ownership", *Journal of Finance*, LI, 4, 1227-1246
- Matos, Pedro Verga, 1994, *Fusões & Aquisições – Tipos, Motivações e Efeitos, Uma Aplicação ao Caso da Fusão da FPVA com a Cerexport*, Tese de Mestrado apresentada na Faculdade de Economia da Universidade Nova de Lisboa
- Mcdougall, Gilles, 1995, *The Economic Impact of Mergers and Acquisitions on Corporations*, Industry Canada working paper 4
- McGuckin, Robert H., Nguyen, Sang V. e Reznick, Arnold P., 1995, *The Impact of Ownership Change on Employment, Wages, and Labor Productivity in U.S.*

*Manufacturing 1977-1987*, U.S Bureau of the Census, Center for Economic Studies discussion paper CES 95-8

McGuckin, Robert H. e Nguyen, Sang V., 1995a, "On Productivity and Plant Ownership Change: New Evidence from the Longitudinal Research Database", *Rand Journal of Economics*, 26, 2, 257-276

McGuckin, Robert H. e Nguyen, Sang V., 1995b, *Exploring the Role of Acquisition in the Performance of Firms: Is the "Firm" the Right Unit of Analysis*, U.S Bureau of the Census, Center for Economic Studies discussion paper CES 95-13

Mikkelson, Wayne H. e Partch, M. Megan, 1997, "The Decline of Takeovers and Disciplinary Managerial Turnover", *Journal of Financial Economics*, 44, 205-228

Mitchell, Mark L. e Mulherin, J. Harold, 1996, "The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity", *Journal of Financial Economics*, 41, 193-229

Mørck, Randall, Schleifer, Andrei e Vishny, Robert W., 1988, "Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers" in Auerbach, Alan J., *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, 114-120

Mueller, Dennis C. (ed.), 1980, *The Determinants and Effects of Mergers*, Oelgeschlager, Gunn & Hain

Mueller, Dennis C., 1987, *The Corporation: Growth, Diversification and Mergers*, Fundamentals of Pure and Applied Economics, Harwood Academic Publishers

Mueller, Dennis C., 1992, "Mergers" in Newman, Peter *et al.* (eds.), *The New Palgrave, Dictionary of Money and Finance*, London, The Macmillan Press Limited

Müller, Jürgen, 1976, "The Impact of Mergers on Concentration: A Study of Eleven West German Industries", *Journal of Industrial Economics*, XXV, 2, 113-132

Mullin, George L., Mullin, Joseph C. e Mullin, Wallace P., 1995, "The Competitive Effects of Mergers: Stock Market Evidence from the U.S. Steel Dissolution Suit", *Rand Journal of Economics*, 26, 2, 314-330

Nelson, R.L., 1959, *Merger Movements in American Industry, 1895-1956*, Princeton University Press

Ocaña, Carlos, Peña, J. Ignacio e Robles, Dolores, 1997, "Preliminary Evidence on Takeover Target Returns in Spain: A Note", *Journal of Business Finance and Accounting*, 24, 145-153

Odagiri, Hiroyuki e Tatsuo Hase, 1989, "Are Mergers and Acquisitions Going to Be Popular in Japan Too?: An Empirical Study", *International Journal of Industrial Organization*, 7, 49-72

Opler, Tim C. e Weston, J. Fred, 1993, *The Impact of Takeovers on Firm Performance: Evidence from the Eighties*, Ohio State University working paper

Prager, Robin A., 1992, "The Effects of Horizontal Mergers on Competition: The Case of the Northern Securities Company", *Rand Journal of Economics*, 23, 1

Prais, S. J., 1981, "The Contribution of Mergers to Industrial Concentration", *Journal of Industrial Economics*, XXIX, 3, 321-329

Petry, Glenn e Settle, John, 1991, "Relationship of Takeover Gains to the Stake of Managers in the Acquiring Firm", *Journal of Economics and Business*, 43, 1, 99-114

Ravenscraft, David J. e Scherer, Frederic M., 1987a, *Mergers, Sell-offs, and Economic Efficiency*, Brookings Institution

Ravenscraft, David J. e Scherer, Frederic M., 1987b, "Life after Takeover", *Journal of Industrial Economics*, XXXVI, 2, 147-156

- Ravenscraft, David J. e Scherer, Frederic M., 1989, "The Profitability of Mergers", *International Journal of Industrial Organization*, 7, 101-116
- Rodrigues, Vasco, 1993, *Fusões, Intervenção Pública e Mercado pelo Controlo de Empresas*, Tese de Mestrado apresentada na Faculdade de Economia do Porto
- Scherer, Frederic M. e Ross, David, 1990, *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Houghton Mifflin
- Schwert, G. William, 1996, "Markup Pricing in Mergers and Acquisitions", *Journal of Financial Economics*, 41, 153-192
- Seyhun, H. Nejat, 1990, "Do Bidder Managers Knowingly Pay too Much for Target Firms?", *Journal of Business*, 63, 4, 439-464
- Shughart II, William F. e Tollison, Robert D., 1984, "The Random Character of Merger Activity", *Rand Journal of Economics*, 15, 4, 500-509
- Simon, Julian L., Mokhtari, Manouchehr e Simon, Daniel H., 1996, "Are Mergers Beneficial or Detrimental? Evidence from Advertising Agencies", *International Journal of the Economics of Business*, 3, 1, 69-82
- Singal, Vijay, 1993, *Airline Mergers and Competition: An Integration of Stock and Product Price Effects*, mimeo, Virginia Polytechnic Institute and State University
- Sirower, Mark L., 1997, *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*, Free Press
- Stillman, R., 1983, "Examining Antitrust Policy Towards Horizontal Mergers", *Journal of Financial Economics*, 11, 225-240
- Switzer, Jeannette A., 1996, "Evidence of Real Gains in Corporate Acquisitions", *Journal of Economics and Business*, 48, 443-460
- Utton, M.A., 1971, "The Effect of Mergers on Concentration: U.K. Manufacturing Industry, 1954-65", *Journal of Industrial Economics*, XX, 42-58
- Weiss, Leonard W., 1965, "An Evaluation of Mergers in Six Industries", *Review of Economics and Statistics*, 47, 172-181
- Weston, J. Fred, Chung, Kwang S. e Hoag, Susan E., 1990, *Mergers, Restructuring and Corporate Control*, Prentice Hall

## NOTAS

---

<sup>i</sup> Rácio entre o valor de mercado da empresa e o valor de substituição dos seus activos.

<sup>ii</sup> Kaplan, Mitchell e Wruck (1997) mostram que alguns dos indicadores de performance habitualmente utilizados para analisar amostras de fusões apresentam reduzida correlação com a performance efectiva em dois casos de fusão que analisam.

<sup>iii</sup> A referência fundamental, neste domínio, é Bresnahan (1989).

<sup>iv</sup> O que, desde logo, limita o universo susceptível de estudo: as numerosas fusões entre empresas não cotadas em bolsa não podem ser estudadas por esta metodologia.

<sup>v</sup> Ver MacKinlay (1997) para uma revisão recente desta metodologia.

<sup>vi</sup> Black (1986: 533). Trata-se do texto do *presidential address* de Fischer Black, à *American Finance Association*, em 1986.

<sup>vii</sup> Nos estudos empíricos as empresas envolvidas são, quase sempre, agrupadas em “empresa adquirente” e “alvo”. Naturalmente, no caso das fusões, estrito senso, estas designações são pouco apropriadas. De qualquer forma, naqueles casos, a maior das empresas envolvidas é normalmente considerada como sendo a “adquirente”, sendo as restantes tratadas como “alvos”.

<sup>viii</sup> Assinalam, no entanto, que, em relação a empresas compradoras em cujo capital a presença de investidores institucionais seja significativa, a diferença de dimensão entre comprador e alvo se esbate, enquanto a diferença de rentabilidade se acentua. Tal, segundo os autores, deve-se à superior capacidade deste tipo de accionistas para controlar os gestores que limitaria a possibilidade de estes promoverem fusões com outras motivações que não o lucro.

<sup>ix</sup> Citado por Caves (1989: 169).

---

<sup>x</sup> Os mesmos autores (Healy, Palepu e Ruback: 1992), fazem também uma análise pré-fusão considerando os valores agregados de comprador e alvo. Os seus resultados apontam para que a capacidade de libertação de *cash flow* operacional das empresas fusionadas não se afaste da dos sectores em que estão envolvidas. Este resultado, conjugado com a anterior, parece apontar para a relevância das fusões como mecanismo alternativo ao mercado de capitais, na afectação destes entre as empresas.

<sup>xi</sup> Citado por Caves (1989: 169)

<sup>xii</sup> Byrd e Hickman (1992), trabalhando com uma amostra de fusões ocorridas entre 1980 e 1987, encontram um prémio médio de 44%.

<sup>xiii</sup> E, note-se, não acerca da aquisição em si mesma.

<sup>xiv</sup> Mas, Chang (1998) constata que o inverso acontece quando o alvo é uma empresa não cotada. Este autor argumenta que, neste caso, os accionistas do alvo são tipicamente poucos e com participações importantes do que decorreria uma maior capacidade para verificar o valor das acções da empresa adquirente. Assim sendo, neste caso, o mercado não interpretaria a oferta de um pagamento em acções como um sinal negativo acerca da empresa adquirente.

<sup>xv</sup> Ver Jensen e Ruback (1983)

<sup>xvi</sup> E valerá a pena recordar que os resultados empíricos para outras decisões de investimento das empresas não são melhores: de Jong (1990: 58) recorda que cerca de 70 a 80 dos novos produtos tende a falhar no prazo de cinco anos e que a taxa de mortalidade das novas empresas ronda, ou excede mesmo, os 50%.

<sup>xvii</sup> Ver por exemplo, Scherer e Ross (1991: 169).

<sup>xviii</sup> De notar que, por exemplo, supondo que as empresas interagem à Cournot, este é o resultado esperado da fusão.

---

<sup>xix</sup> Fusões entre empresas cujas dimensões não difiram num ratio superior a 2:1.

<sup>xx</sup> Curiosamente, Copeland e outros<sup>xx</sup> consideram que as fusões mais bem sucedidas são aquelas em que há uma grande disparidade entre a dimensão das empresas envolvidas: mais exactamente, quando essas dimensões divergem numa razão de mais de 10 para 1. Neste caso, uma possível justificação poderia ter a ver com a reduzida capacidade de uma pequena empresa para provocar problemas na gestão do seu grande comprador. Naturalmente, esta conclusão não é incompatível com a anterior. Da sua conjugação, resultaria que as fusões com menor probabilidade de sucesso, seriam aquelas em que o alvo é suficientemente grande para exigir uma considerável atenção por parte da gestão do comprador, mas não tem uma dimensão suficientemente próxima deste para que as questões colocadas pela sua gestão sejam semelhantes às que os gestores do comprador já conhecem.

<sup>xxi</sup> Os autores afirmam, no entanto, que segundo algumas análises que efectuaram os resultados para o conjunto da indústria americana não divergiram significativamente dos que apresentam.

<sup>xxii</sup> Ravenscraft e Scherer consideram como tal actividades incluídas na mesma classificação industrial a dois dígitos. Só falam de fusões horizontais, se os negócios se situam na mesma classificação industrial a quatro dígitos.

<sup>xxiii</sup> Hubbard e Palia (1995) analisam operações ocorridas entre 1985 e 1991. Para o período entre 1974 e 1983, Petry e Settle (1991) não encontram relação significativa entre a participação no capital pelos gestores e o retorno supranormal proporcionado pela fusão. Para além do diferente âmbito temporal, o facto de estes últimos autores não testarem uma relação quadrática entre as variáveis poderá ajudar a explicar a diferença de resultados.

<sup>xxiv</sup> Fica implícita, nesta argumentação, a noção de que podem existir sérias divergências de interesses entre os accionistas para quem a participação no capital da empresa

---

representa parte significativa do património pessoal e aqueles para quem tal não se verifica. Este facto não é, na maioria dos casos, tido em conta nas análises ao funcionamento do mercado pelo controlo de empresas que, quase sempre, admitem uma comunhão de interesses entre todos os accionistas.

<sup>xxv</sup> Ver, por exemplo, Golbe e White (1988) para uma análise histórica das vagas de fusões nos EUA.

<sup>xxvi</sup> Uma análise às propriedades estatísticas das séries temporais de fusões nos EUA leva, no entanto, Shughart II e Tollison (1984) a concluírem não ser possível rejeitar a hipótese de que as vagas sejam o mero produto de um processo aleatório.