

# Fusões & Aquisições e economia antitruste: Sinergias e Eficiências econômicas



## Luiz Alberto Esteves

Doutor em Economia pela Università degli Studi di Siena, Itália  
Economista-Chefe do Banco do Nordeste do Brasil S/A

**MSA**  
COMMUNITY

Esse artigo foi publicado originalmente em língua portuguesa por WebAdvocacy.

Um dos temas mais relevantes em finanças corporativas é o papel das sinergias em operações de fusões e aquisições (F&A's). Da mesma maneira, um dos temas mais relevantes em política antitruste é o papel das eficiências econômicas estáticas em atos de concentração (AC's). **Já as eficiências econômicas dinâmicas constituem um dos grandes direcionadores das sinergias em F&A's. Contudo, as eficiências econômicas dinâmicas costumam ser negligenciada em análises de AC's.**

O leitor talvez tenha atentado para o fato de que, quando me refiro às operações de compra e venda de ativos e transações corporativas, utilizo a expressão F&A's; e quando me refiro à análise de concentrações por parte das autoridades antitruste, utilizo o termo AC's. Essa distinção tem como objetivo destacar um ponto que costuma gerar grande confusão: uma F&A capaz de gerar grandes sinergias e eficiências dinâmicas pode, não necessariamente, gerar grandes eficiências econômicas estáticas.

*Suponho que o leitor possa ter ficado confuso. Na realidade, o tema é pouco confuso mesmo. Teremos que compreender melhor cada uma destes conceitos.*

Um dos livros mais completos sobre o tema sinergias em F&A's é o "The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game, de autoria de Mark L. Sirower.<sup>1</sup> O autor define sinergia como o "acréscimo de desempenho das firmas combinadas sobre o que seria esperado alcançarem enquanto firmas independentes". (Sirower, 1997 p. 20). Portanto, continua o autor, sinergia significa ganhos incrementais e vantagens competitivas acima do "que as firmas necessitam para sobreviver em seus mercados competitivos".

A próxima questão a ser endereçada seria: quais as fontes destas sinergias? Muitos autores acreditam que as sinergias são originadas das capacidades dinâmicas decorrentes das operações de F&A. Portanto, as capacidades dinâmicas trariam como resultado as eficiências econômicas dinâmicas (ou shumpeterianas). "As capacidades dinâmicas são as rotinas organizacionais e estratégicas antecedentes, pelas quais os gestores alteram a base dos seus recursos, adquirem e criam recursos, os integram e combinam para gerar uma nova estratégia de criação de valor (Eisenhardt & Martin, 2014, p. 214).<sup>2</sup>

A noção de ganhos de competitividade na teoria das capacidades dinâmicas decorre do potencial inovador da empresa em gerar valor a partir da acumulação e criação de novos recursos raros e singulares, combinados com os recursos já existentes.

Nestes termos, Wernerfelt (2014)<sup>3</sup> define uma aquisição nos seguintes termos:

*Uma aquisição pode ser vista como uma compra de um pacote de recursos em mercados altamente imperfeitos. Ao basear a compra de um recurso raro, pode-se, ceteris paribus, maximizar essa imperfeição, bem como as chances de comprar tal recurso por um preço barato e alcançar bons retornos. (Wernerfelt, 2014 p. 57).*

Dois pontos devem ser destacados acerca da teoria das capacidades dinâmicas. O primeiro deles é que a empresa não busca acumular recursos estratégicos para aumentar seu poder de mercado (market share). Na realidade, ela busca "maximizar essa imperfeição", ou seja, busca criar um mercado novo e exclusivo somente para ela, ou seja, constituir um monopólio. Em suma, a empresa está buscando seu "Oceano Azul"<sup>4</sup>. O segundo ponto é que essa abordagem destaca a estratégia da dinâmica competitiva ao nível da firma, não ao nível setorial, como costuma ser a abordagem estratégica na tradição econômica neoclássica. Tradição essa que fornece todo o ferramental analítico das autoridades antitruste ao redor do mundo.

A economia neoclássica trabalha com a noção de eficiências econômicas estáticas e a análise de AC's implica, na grande maioria dos casos, em um exercício de análise de custo-benefício. Os benefícios corresponderiam à redução de custos operacionais decorrentes de economias de escala e escopo advindas da concentração. Já os custos estariam associados ao maior poder de mercado dos incumbentes, em decorrência da redução do número de competidores naquele mercado. Neste sentido, um AC apenas seria elegível de aprovação caso seus benefícios excedessem seus custos.

Os parágrafos acima buscaram elucidar as razões pelas quais o tema eficiências tende a ser tão controverso e "cacofônico" no âmbito da análise de AC's pelas autoridades da concorrência. O fato é que nem sempre as empresas e as autoridades estão falando a mesma língua.

Por exemplo, as autoridades antitruste costumam solicitar às empresas que discorram sobre a racionalidade econômica de suas operações de F&A e, em alguns casos, que também apresentem estimativas das eficiências econômicas (estáticas).

Contudo, as empresas costumam apresentar suas justificativas em termos de sinergias e eficiências econômicas (dinâmicas). Logo, as autoridades costumam descartar (com bastante frequência) os argumentos de eficiência apresentados pelas empresas. Em termos práticos isso significa que, do ponto de vista da análise de custo-benefício, os benefícios esperados computados para a operação são mínimos.

Claro que nem todas as empresas são orientadas a se engajarem em F&A's por conta de acumulação de recursos estratégicos e inovação. Claro que muitas empresas buscam simplesmente eliminar concorrentes e aumentar poder de mercado. Mas uma análise de eficiências de AC's baseadas única e exclusivamente em eficiências econômicas estáticas não seria um problema? Não seria mais adequado incorporar a análise de eficiências econômicas dinâmicas na "caixa de ferramentas" de análise de AC's?

Esse foi exatamente o ponto trazido no artigo intitulado "Dynamic Competition in Antitrust Law", de autoria de J. Gregory Sidak e David J. Teece, publicado no Journal of Competition Law & Economics de 2009.<sup>5</sup> Os autores buscaram, com a publicação desse artigo, instigar a discussão que nortearia a revisão do Horizontal Merger Guidelines do DOJ e FTC, ocorrida no ano seguinte, em agosto de 2010.

De fato, os autores conseguiram instigar a discussão e o debate, principalmente por conta da oposição de economistas e juristas ligados à tradição antitruste da Escola de Chicago. A proposta de Sidak e Teece não prosperou na revisão do guia norte-americano em 2010. Também não encontrou repercussão em outras jurisdições.

Não é possível fazer uma inferência do quanto obteríamos de progresso ou retrocesso com a introdução da análise de eficiências econômicas dinâmicas no toolkit de análise econômica antitruste. O único ponto muito claro é que a discussão sobre análise de eficiências econômicas continua sendo um dos temas mais controversos e obscuros em análise de AC's.

### Sobre a M&A Community

A M&A Community é uma organização independente que organiza eventos para conectar executivos, empresas públicas e privadas, investidores, advogados especializados, consultores e assessores de M&A globalmente. O objetivo principal da comunidade é servir como canal de comunicação, geração de conteúdo e troca de experiências.

Os membros da M&A Community aproveitam as vantagens da comunicação por meio das redes tradicionais e virtuais, além do network constante por meio de eventos exclusivos. O principal patrocinador dos eventos é a iDeals Solutions.

Contato:

Lina.giraldo@mnacommunity.com

Esther.deona@mnacommunity.com

iDeals



[1] SIROWER, M. (1997). The synergy trap: how companies lose the acquisition game. The Free Press: New York, NY.

[2] Eisenhardt, K.M. & Martin, J.A. (2014). O que são as capacidades dinâmicas. In: LACERDA, D.P.; TEIXEIRA, R.; ANTUNES, J.; NETO, S.L.H. (org.). Estratégia Baseada em Recursos. Porto Alegre: Bookman, 2014.

[3] WERNERFELT, B. (2014). A visão baseada em recursos da empresa. In: LACERDA, D.P.; TEIXEIRA, R.; ANTUNES, J.; NETO, S.L.H. (org.). Estratégia Baseada em Recursos. Porto Alegre: Bookman, 2014.

[4] KIM, W.C. & MAUBORGNE, R. (2019). A estratégia do oceano azul: Como criar novos mercados e tornar a concorrência irrelevante. Editora Sextante: Rio de Janeiro, RJ.

[5] SIDAK, J.G. & TEECE, D.J. (2009). Dynamic Competition in Antitrust Law. Journal of Competition Law & Economics. Vol. 5(4): p. 581-631.