

1 Introdução

As finanças corporativas são norteadas por três aspectos estruturais básicos: a decisão de investimento, a decisão de financiamento e a gestão dos ativos da empresa. Ao se realizar a escolha correta do investimento, financiá-lo de maneira adequada e exercer uma gestão ótima sobre seus ativos, a empresa irá alcançar o verdadeiro objetivo de sua existência: a maximização de seu valor.

As fusões e aquisições, assim como um projeto de investimento, também podem ser analisadas segundo estas três óticas. Mas existem peculiaridades no processo de análise de aquisições que o diferencia da avaliação dos investimentos realizados pelas empresas. Enquanto a decisão de investimento em um novo projeto tem sua metodologia já consolidada na literatura disponível, ainda não existe uma metodologia consensual, sistematizando o processo de análise de fusões e aquisições.

A teoria envolve pontos polêmicos, tanto na interpretação contábil jurídica da estruturação do negócio, quanto na mensuração do valor das possíveis sinergias geradas entre as empresas, o que gera incertezas na avaliação.

Apesar do histórico de fusões e aquisições entre empresas ser longo, e começar a tomar maior vulto na atualidade, ainda não existe uma metodologia consolidada a seu respeito aplicada nas empresas. Existem diretrizes que são comumente utilizadas e citadas em trabalhos acadêmicos como sendo as “boas práticas” seguidas pelas corporações. Estas diretrizes visam nortear os tomadores de decisão no processo de fusão e aquisição de maneira a realizarem uma adequada avaliação do ativo em questão.

As aquisições podem se dar por motivos dos mais diversos: estratégicos, econômicos, conjunturais, estruturais, entre outros. Em um mercado já saturado pela atuação de empresas num setor, por exemplo, a única maneira de se inserir dentro da indústria ou ampliar sua participação no mercado, é através da aquisição de alguma empresa já atuante.

Um segundo caso típico onde se justifica as aquisições se verifica em empresas situadas em países com alto risco financeiro, como o Brasil. Com a aquisição de ativos em países mais “seguros”, acabam por impactar positivamente a variação do custo de capital da corporação. Com a

internacionalização dos negócios, a empresa consegue baixar o custo de captação de divisas e reduzir o custo de capital, alavancando positivamente seu crescimento e contribuindo para agregar valor aos acionistas.

Uma vez tendo sido justificada a aquisição, uma segunda etapa é iniciada: a avaliação da empresa alvo. Nesta fase, procura-se identificar três diferentes valores: o valor dos ativos tangíveis e intangíveis, o valor associado à melhora da gestão destes ativos e as possíveis sinergias decorrentes de uma gestão conjunta entre as duas empresas.

Uma forma de se modelar uma metodologia é fazê-la de forma reversa, entendendo como seu sucesso será mensurado e, só então, estruturá-la de maneira a alcançar o resultado esperado. Para isso, é fundamental o desenvolvimento de indicadores de desempenho adequados que norteiem a construção de uma metodologia eficaz e que priorize a maximização do valor da empresa para o acionista, evitando assim a predominância de erros causados pela irracionalidade econômica.

Existem autores que destacam o poder de fatores não racionais no processo de tomada de decisão, e sua forte influência sobre a concretização de uma aquisição. Um dos fatores listados como motivacionais por Damodaran (2002) para a aquisição de um ativo é a satisfação do ego do executivo envolvido no processo.

Parte dos erros encontrados nos processos de avaliação é decorrente da falta de habilidade da equipe no processo de pós-aquisições, de avaliações financeiras mal feitas e do entusiasmo do dirigente na hora de fechar o negócio. Por vezes, o dirigente se deixa levar por aspectos puramente pessoais, negligenciando informações técnicas que lhes são disponibilizadas. Para muitos decisores, o estigma de que o sucesso está associado ao tamanho da nova empresa, ou à efetivação da realização de um negócio, ainda prevalece ocupando o lugar da racionalidade exigida no mundo dos negócios.

Cada vez mais os agentes de mercado reconhecem a importância e a presença da irracionalidade no processo de tomada de decisão. Este assunto, relativamente recente na literatura, é abordado pela teoria das finanças comportamentais, que começam a ganhar ímpeto na análise de processos decisórios. Entretanto, é também consenso que a irracionalidade ditada pela teoria das finanças comportamentais não consegue suplantar a racionalidade econômica imposta pelo mercado.

Esta dissertação tem como objetivo propor uma metodologia, de forma estruturada, visando à modelagem e o estabelecimento de etapas no processo

de análise de fusões e aquisições de empresas e ativos, através da aplicação de ferramentas disponíveis de forma difusa e, por vezes, conflitante, na bibliografia referente.

Este trabalho propõe uma metodologia que permite ao analista envolvido no processo de avaliação alcançar um valor para a empresa alvo que seja coerente não apenas com seus ativos tangíveis e intangíveis, precificando-os de forma adequada, como também com a valoração das possíveis sinergias provenientes da gestão conjunta entre as empresas.

Esta avaliação deve gerar um valor módico. O valor alcançado deve ser justo tanto na visão do comprador quanto do vendedor. Deve contemplar a correta avaliação dos ativos da empresa alvo, e garantir a rentabilidade do capital dos acionistas da empresa compradora.

A metodologia proposta pretende ir além da enumeração de pontos que devem ser observados durante um processo de aquisição. Objetiva debater o tema, contribuindo para seu melhor entendimento e maior difusão no meio acadêmico e empresarial.

Mais do que um leque de diretrizes que deve ser observado durante o processo de análise, este trabalho discute aspectos relevantes e fundamentais no processo de definição do valor de aquisição para uma empresa. Aspectos que devem se fazer presente na discussão e implementação da avaliação, tanto da aquisição, quanto do pós-aquisição de uma empresa.

A modelagem do processo está alinhada com os princípios da gestão do conhecimento, visando aperfeiçoar a análise do estudo de aquisições, sem comprometer, contudo, sua eficiência. A sistematização contribui, portanto, para o processo de tomada de decisão e manutenção da racionalidade econômica dentro da Companhia.

Apesar do histórico de fusões e aquisições das corporações remontar de longa data, ainda não existe uma metodologia disponível consolidada e difundida entre as empresas para sua avaliação. Neste sentido, este trabalho vem preencher uma lacuna existente nesta área, propondo uma metodologia estruturada e consolidada para a análise de fusões e aquisições de empresas e ativos, considerando pontos primordiais que devem se fazer presentes nas discussões sobre o tema. Discute aspectos que vão desde os motivos para uma boa aquisição, passam pela adequada avaliação do empreendimento e chegam ao processo de pós-aquisição.

Este trabalho propõe a estruturação de uma metodologia para análise de fusões e aquisições de empresas e ativos, através da definição de diretrizes e

ferramentas disponíveis na bibliografia de forma não consensual entre especialistas do tema.

A dissertação não pretende buscar novas técnicas de avaliação de investimentos. pois, na sua maioria, já se encontram consolidadas em bibliografia referente ao tema, além de serem amplamente utilizadas, tanto no meio acadêmico quanto nas empresas para análise de projetos de investimento. Pretende sim, dar uma linha mestra de pensamento e um encadeamento lógico racional no processo de tomada de decisão, estruturando a análise de uma nova aquisição. Para tanto, a dissertação foi estruturada da seguinte forma:

No Capítulo 2, é feita uma revisão bibliográfica de tópicos relevantes para estudo. Nesse capítulo, são descritos os principais pontos abordados por estudiosos do tema, citando as principais questões que envolvem o processo de análise de fusões e aquisições.

O Capítulo 3 descreve a metodologia proposta para análise de uma fusão ou aquisição. A metodologia é dividida em seis etapas. São elas: a definição da motivação do negócio, a escolha da empresa alvo, a avaliação do negócio, a estruturação do negócio, a forma de pagamento e o pós-aquisição.

O Capítulo 4 descreve o caso da aquisição da Agip do Brasil pela Petrobras, à luz da metodologia proposta, identificando as diferenças encontradas entre a análise realizada e o modelo proposto e suas possíveis conseqüências.

Por fim, no Capítulo 5, são destacadas as conclusões e recomendações relevantes deste trabalho.