

### 3

## O Processo de Análise de Fusões e Aquisições

Este capítulo descreve a metodologia proposta para avaliação de uma fusão ou aquisição, descrevendo um breve histórico do processo. 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.

### 3.1

#### Histórico das Fusões e Aquisições

Os primeiros processos de F&As foram registrados logo no início da revolução industrial. Segundo Camargos (2003), a partir do fim do século XVIII, houve uma forte concentração de capitais, o que favoreceu as ondas de F&As ocorridas. Estas ondas podem ser descritas como no quadro que se segue:

Onda	Características
A grande Onda de Fusões (1887-1904)	Iniciada com a recuperação da depressão mundial de 1883, perdurou até a depressão de 1904. Teve como características predominantes as grandes transformações nos transportes, comunicações, tecnologias de manufatura; competição e instituições legais, com consolidações nas indústrias de petróleo, aço, tabaco e outras áreas básicas, além da formação de grandes monopólios.
Movimento nas Fusões (1916-1929)	O <i>boom</i> do mercado de capitais ajudou os investidores financeiros a consolidar firmas em vários setores, como o de serviços de utilidade pública (elétrico e de gás), o de comunicações e o automobilístico. As fusões de várias empresas em uma única companhia não foram mais permitidas por leis anti-truste. Esta onda apresentou mais fusões por integração vertical e diversificação do que a precedente. Foi caracterizada por fusões que visavam o poder de oligopólio, enquanto a onda precedente caracterizou-se por fusões que objetivavam o monopólio (STIGLER, 1950).

Onda	Características
A onda de Fusões de Conglomerados (Década de 60)	<p>Predominaram as fusões que visavam à diversificação, do tipo conglomerado, com a união de diferentes atividades, como uma resposta às maiores restrições às fusões horizontais e verticais introduzidas pelas alterações nas leis antitruste em 1950. Durante os anos 60, as aquisições foram influenciadas pelo <i>boom</i> do mercado de capitais e encorajadas por inovações nos mecanismos financeiros. Grande parte das F&amp;As desta onda fracassaram porque, via de regra, a produção em conglomerado falha na alocação de recursos e no controle de suas subsidiárias, por ignorar o princípio fundamental de Adam Smith, de que a especialização aumenta a eficiência e a produtividade (TRICHES, 1996).</p>
A onda dos Anos 80	<p>Caracterizada pela expansão empresarial devida não a investimentos em novas plantas ou na própria firma, mas sim à aquisição de outras firmas, em razão de o baixo valor das ações no mercado de capitais tornar a aquisição mais barata do que novos investimentos. O <i>crash</i> da Bolsa de Nova York em outubro de 1987 possibilitou às firmas estrangeiras comprar firmas americanas, o que resultou em uma explosão de aquisições hostis. Além disso, essa onda apresentou um grande número de transações entre firmas de mesmo porte, diferentemente das demais, nas quais predominaram as negociações entre firmas de portes desiguais.</p> <p>Novamente, inovações nos mecanismos financeiros contribuíram para aumentar o número de tentativas de <i>take overs</i>. O <i>boom</i> das F&amp;As dos anos 80 na economia norte-americana visava principalmente à expansão internacional das grandes corporações multinacionais, enquanto nos anos 90 esta atividade pode ser vista como uma adequação inteligente a ambientes de negócios em constante mutação, adequação determinada por mercado em retração, reformas governamentais e mudanças tecnológicas (TRICHES, 1996).</p>

Quadro 1 - Ondas de Fusões e Aquisições

Fonte: Camargos (2003)

O movimento em “ondas” das F&As, caracterizados por épocas de concentração das operações. Segundo citação de Camargos (2003) a Nelson (1968), estes processos se efetivam em épocas de alta atividade econômica, onde os mercados estão aquecidos, enquanto a prospecção por oportunidades de F&As ocorre em épocas de baixa nestes mercados, onde as empresas buscam associações ou passam por dificuldades financeiras. Nelson (1968) conclui que as decisões de F&As estão associadas a motivações estratégicas de longo prazo, enquanto a concretização dos negócios está associada às boas condições do curto prazo.

Camargo ao citar Gort (1969) associa os distúrbios econômicos à assimetria de informações dos agentes, o que aumenta a variância nas percepções de valor, aumentando assim o número de F&As.

O quadro a seguir demonstra a evolução do número de operações ocorridas no Brasil desde a implantação do Plano Real na economia, em 1994. As fusões e aquisições foram separadas em dois grupos. As operações entre empresas brasileiras, as chamadas operações domésticas, e as aquisições de Companhias brasileiras por empresas estrangeiras, conhecidas como operações *cross borders*. Constata-se que o número de operações de *cross border* predominam ao longo do histórico analisado. Os dados de 2004 estão acumulados até o terceiro trimestre do ano.

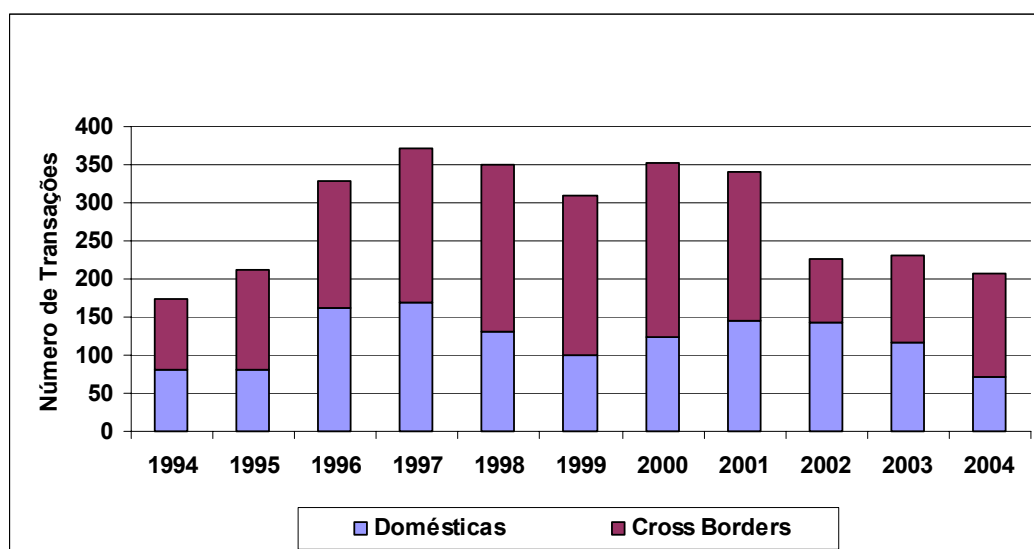


Figura 1 - Evolução do Número de Transações de F&As no Brasil

Fonte: KPMG (2004)

## 3.2

### Visão Sistêmica do Modelo

O processo de avaliação de fusões e aquisições é um campo que envolve conhecimentos de diversas áreas de atuação que não apenas as finanças. É por vezes complexo e subjetivo em alguns aspectos, como por exemplo, na escolha da motivação da operação, balizador de todo o processo de avaliação. A diversidade de assuntos abordados durante o processo de avaliação pode ser representada pelas áreas de conhecimento que envolvem finanças, direito, estratégia, contabilidade, administração, RH, psicologia, entre outras.

O processo de avaliação envolve o cálculo de sinergias e prêmios que estão associados diretamente ao comprador do ativo. Envolve também questões jurídicas e contábeis na estruturação do negócio, além da definição da efetivação financeira da negociação.

O processo de avaliação proposto para aquisição de uma empresa ou ativo pode ser estruturados nas seguintes etapas:

**Motivação do Negócio:** base para o processo de estudo de aquisição, a existência de uma motivação para a realização do negócio, além de embasar qualitativamente a prospecção de uma empresa alvo que atenda às características procuradas é, na maioria dos casos, a etapa inicial que justifica a continuidade dos estudos de avaliação.

**Escolha da Empresa Alvo:** Esta etapa está muito associada à motivação do negócio. Algumas vezes elas são realizadas de forma conjunta ou até mesmo invertidas, ou seja, dada uma oportunidade de aquisição que se apresenta no mercado, identifica-se a posteriori uma motivação para sua aquisição e, apenas então, parte-se para a etapa seguinte, onde se avalia o negócio.

**Avaliação do Negócio:** etapa central dentro do processo de avaliação de uma aquisição, a avaliação do negócio envolve estudos detalhados na análise estratégica, analisando concorrentes, no alinhamento estratégico, em variáveis macro-econômicas, no *due diligence*, na avaliação econômica sob o ponto de vista do comprador e da empresa alvo, na valoração das sinergias identificadas na proposição do negócio, entre outros.

**Estruturação do Negócio:** esta etapa é responsável por definir a forma de incorporação da empresa alvo à empresa compradora, tendo influência direta nos cálculos tributários e impactos fiscais da transação. Esta etapa, à semelhança das duas primeiras etapas do processo, deve ocorrer paralelamente à etapa de Avaliação do Negócio.

**Forma de Pagamento:** decisiva e em linha com a expectativa da próxima etapa, esta fase define como será concluída a negociação. Esta pode ocorrer com dinheiro (*equit* ou *debt*), ou com ações da própria empresa compradora.

**Pós-Aquisição:** fase final do processo de avaliação de aquisições. É nesta fase que a gerência irá buscar a realização e implementação das sinergias e prêmios identificados e quantificados na fase de Avaliação do Negócio. Neste caso, a aquisição realizada com pagamento em ações pode colaborar para um maior comprometimento da empresa alvo na busca pela excelência operacional, uma vez que esta ficará mais envolvida com o processo de gestão.

Um resumo do processo pode ser visualizado segundo a figura que segue:

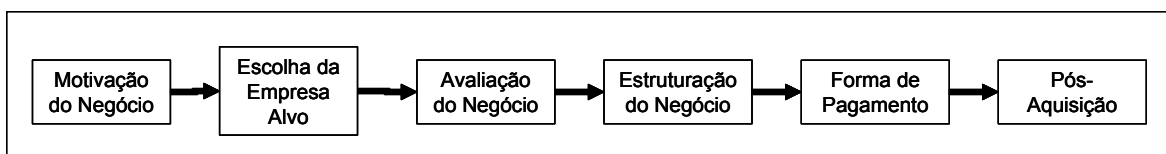


Figura 2 - Processo de Análise

Deve-se evitar a incorporação do prêmio de aquisição ao preço final pago na negociação, uma vez que as sinergias e prêmios de controle identificados são alcançados em menos da metade dos casos registrados na literatura. Assim, a negociação será vantajosa quando o valor da empresa consolidada, após incorporação da empresa alvo, for superior à soma dos valores da empresa compradora com o valor pago na aquisição, como demonstrado na figura a seguir.

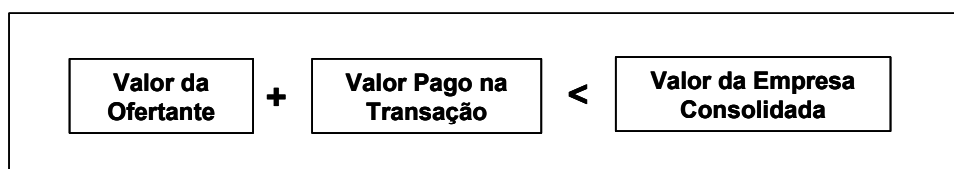


Figura 3 - Indicador de Sucesso na Aquisição

A operação de aquisição de uma empresa será um sucesso, do ponto de vista da empresa compradora, caso o valor pago na aquisição seja menor ou, no máximo igual, ao valor de mercado da empresa alvo, adicionado do prêmio de aquisição (formado, por sua vez, pelo prêmio de controle e o valor das sinergias).

Ao contrário do pensamento de muitos consultores, o sucesso de uma operação de aquisição não pode ser mensurado apenas através da efetivação da operação. Em certos casos, o sucesso de uma operação pode ser descrito como a não efetivação do negócio, como, por exemplo, no caso em que o preço

pedido pela empresa alvo for superior ao seu valor de mercado somado ao prêmio de aquisição; ou ainda quando se encontra alguma inconsistência na etapa de *due diligence*, etapa da avaliação onde as informações fornecidas pela empresa alvo são averiguadas pela possível compradora.

Bancos e consultorias estariam, inconscientemente, inclinados a “fechar” negócios para realizar a *success fee*, uma taxa cobrada quando da efetivação do negócio. Ou seja, quando o negócio é realizado, o banco contratado para auxiliar no processo de avaliação recebe um valor maior como pagamento.

Como as fases do processo de avaliação não são totalmente independentes entre si, é aconselhável que as elas sejam, em parte, superpostas, para que a continuidade do processo não fique prejudicada. A superposição permite a maior integração entre etapas. Assim, informações obtidas durante cada uma das etapas podem mais facilmente ser passadas para etapa seguinte, mantendo todo processo alinhado e coerente. A figura abaixo mostra a superposição ideal entre as fases.

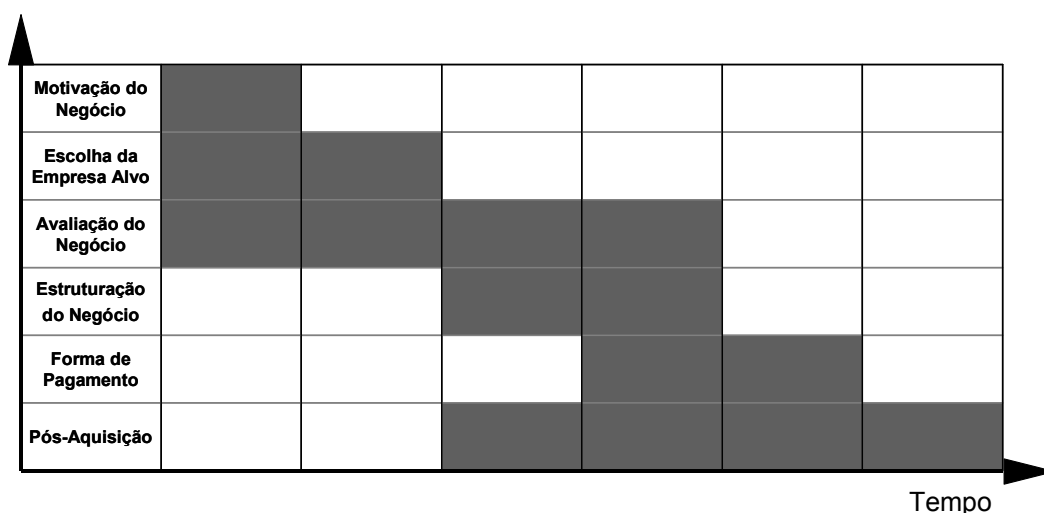


Figura 4 - Integração entre as Fases

A sistemática deve, além de ser validada pela alta gerência da empresa, ser construída por todos os participantes envolvidos no processo, sendo legitimada entre os profissionais que irão utilizá-la. Desta maneira, os profissionais envolvidos em transações futuras irão se sentir mais confiantes na utilização de uma metodologia na qual pode opinar e ajudar a construir.

Com o incondicional apoio da alta gerência e envolvimento não persuadido da força de trabalho na validação da sistemática desenvolvida, a empresa estabelece o primeiro passo para que os futuros processos de fusão e aquisição sejam desenvolvidos dentro das premissas estabelecidas pela sistematização

proposta, contribuindo para a implementação das melhores práticas identificadas e colaborando para uma maior disciplina de capital.

É verdade também que não existe uma metodologia única consolidada e largamente aceita que sistematize o processo de aquisições nas empresas. Espera-se que, independente da metodologia proposta, esta seja refinada ao longo de sua utilização, se adaptando às características e peculiaridades de cada empresa.

Por conseguinte, uma boa sistemática de avaliação de aquisições deve ser um instrumento de contínua atualização e aperfeiçoamento, incorporando as melhores práticas identificadas durante as transações realizadas pelas empresas.

### 3.3

#### O Processo de Submissão

Existem hierarquias e competências diferenciadas para submissão e aprovação de uma fusão ou aquisição de um novo ativo ou empresa. Dependendo da empresa, o processo pode ser mais ou menos flexível.

O processo de avaliação deve ser desenvolvido segundo características de cada tipo de organização. Em Companhias do tipo mais centralizadoras, devem ser estabelecidos *gates* de consulta, entre as fases do processo de avaliação, à alta gerência, autorizando a continuidade das negociações já nas fases iniciais do processo. Para empresas mais flexíveis, onde suas unidades de negócio possuem maior autonomia de atuação, as autorizações podem ser requeridas apenas ao final do processo.

A sistematização do processo de submissão é um instrumento que visa funcionar muito mais como um *check list* das etapas que devem ser cumpridas durante uma avaliação, do que ser uma estrutura rígida que engesse o processo de tomada de decisão e atrapalhe o desenvolvimento de uma aquisição. A sistematização pode ser encarada como uma ferramenta que irá contribuir para uma maior disciplina de capital da Companhia, garantindo a implementação das melhores práticas conhecidas pela empresa até determinado momento, assegurando que nenhuma etapa fundamental do processo de avaliação será negligenciada.

### 3.4

#### Fase 1 – Motivação

Objetivando a maximização do valor para o acionista, as empresas estabelecem um planejamento estratégico, e estipulam objetivos e metas para suas diversas áreas de negócio. Normalmente, entre as metas estipuladas, pode-se encontrar itens como a oferta de novos produtos, aumento do *market share*, alcance de índices financeiros de excelência, entre outros. Visando atender às metas pactuadas, gerentes podem justificar suas ações no dia a dia da administração da empresa.

Uma vez já estabelecida a estratégia de entrada em um mercado, a gerência pode fazê-la de duas diferentes maneiras.

A primeira é desenvolver o negócio desde suas fundações, investindo em uma nova planta, produzindo um novo produto, divulgando a nova marca, etc. Esta estratégia de crescimento é também conhecida como crescimento orgânico da empresa.

Uma segunda maneira, seria a aquisição de uma empresa que já opere no mercado onde se pretenda atuar. Esta estratégia possui a vantagem de reduzir o tempo de entrada, reduzindo também o risco de concretização do negócio, uma vez que o grau de maturidade associado a uma empresa já operando é superior à maturidade de um novo investimento. É também uma ação cada vez mais utilizada no cotidiano das grandes empresas para ganhar mercado na indústria.

Aparecem, por vezes, ofertas de venda de empresas a princípio não consideradas no leque de empresas “compráveis” do planejamento estratégico. Apesar de não terem sido previamente consideradas, estas oportunidades são avaliadas pelas possíveis compradoras e às vezes, adquiridas. Este fato demonstra uma falha no processo de prospecção de possíveis oportunidades.

Cuidado especial deve ser tomado nesta primeira fase do processo de avaliação da oportunidade de aquisição, pois a justificativa fornecida para compra da empresa ou ativo em questão guiará todo processo de avaliação. Por ser um assunto multidisciplinar, permeado por diversas áreas do conhecimento, são muitas as motivações que podem induzir uma empresa a analisar uma aquisição. Normalmente, mais de uma justificativa é utilizada como razão para a realização da aquisição. Algumas das motivações mais comuns estão listadas abaixo, podendo ser classificadas dentro de três grandes grupos: motivações estratégicas, financeiras e operacionais.



### 3.4.1

#### Motivações Estratégicas

As motivações estratégicas envolvem todas as justificativas que, de alguma maneira, são oriundas do planejamento estratégico e, que podem ser derivadas do plano traçado pela Companhia para alcançar seus objetivos, como a decisão de expansão, a entrada em um determinado mercado, a eliminação de um concorrente, o aprendizado contínuo, o fortalecendo uma característica competitiva através da incorporação de ativos intangíveis, a absorção de tecnologia, além de questões de comerciais e posicionamento diferenciado no mercado. Estas são, normalmente, as primeiras justificativas elencadas para motivar a realização do negócio.

O “mercado” é o fator mais comumente envolvido nas justificativas dos processos de aquisição. Entre os principais itens que podem contemplar o tema mercado como fator motivacional para a concretização de negócios, podemos citar a entrada em um mercado desconhecido, a defesa contra aquisições indesejadas e o rápido crescimento na indústria.

A entrada em um mercado desconhecido impõe-se como justificativa uma vez que o corpo gerencial necessita de um certo tempo para se adaptar à indústria. Desta maneira, adquirindo uma empresa já atuante no novo mercado, pode-se contar com a experiência dos atuais gestores da empresa alvo na melhor gestão da Companhia. É também considerada como uma estratégia de internacionalização para empresa, conforme ilustrado na figura abaixo.

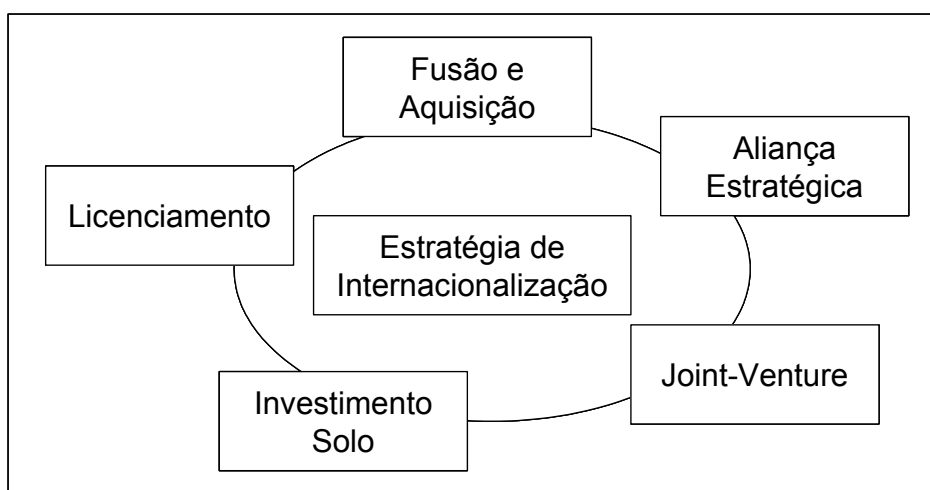


Figura 5 - Estratégia de Internacionalização

Fonte: Suen (1997)

A internacionalização é uma maneira de crescimento mais rápido dentro da indústria. Ao invés de realizar investimentos em novas plantas, investir na divulgação da marca e expandir o consumo do produto, pode-se adquirir uma empresa já inserida no mercado.

A aquisição de uma empresa pode ocorrer mesmo que a empresa compradora não esteja, a princípio, estrategicamente interessada na compra. A concretização do negócio pode ocorrer com o objetivo de se defender de aquisições indesejadas pelos concorrentes, impedindo que outras empresas tenham posicionamento competitivo fortalecido, prejudicando sua posição no mercado.

A busca de uma posição diferenciada no mercado, como o monopólio por exemplo, também pode ser um forte fator motivacional na busca por oportunidades de aquisições.

Uma vez consciente de que o processo de aquisição de empresas evolui internamente a cada empresa, quanto maior o número de operações realizadas, melhor tende a ser a qualidade das operações seguintes. Assim, surge como fator motivacional para a realização das operações a especulação, ou seja, a compra para posterior revenda de um determinado ativo.

### **3.4.2**

#### **Motivações Financeiras**

Um pouco menos presente nas justificativas para realização dos negócios quando comparada com as motivações estratégicas, as motivações financeiras normalmente se fazem presentes no conjunto de justificativas que irão dar suporte à aquisição. Uma vez identificada esta motivação na primeira etapa do processo de avaliação, deve ser quantificada na avaliação do negócio.

Algumas das vantagens financeiras que justificariam a aquisição de uma empresa, são: as vantagens tributárias, a vantagem comparativa entre os preços das ações da empresa compradora e da empresa alvo e a alternativa à distribuição de dividendos.

Vantagens Tributárias podem ser adquiridas quando, dependendo da equação jurídica utilizada na efetivação do negócio, possíveis prejuízos acumulados pela empresa alvo podem ser utilizados como créditos tributários em exercícios futuros da nova empresa, reduzindo assim futuras taxações.

O investimento em uma nova aquisição pode também ser resultado de uma política alternativa à distribuição de dividendos ao acionista, uma vez que estes recursos, se distribuídos, serão provavelmente reaplicados em outros investimentos que remunerem seu capital.

Existe também o caso onde se obtém vantagens na realização do negócio. Isto ocorre quando há supervalorização das ações da empresa compradora, ou quando se constata a subvalorização das ações da empresa alvo ao se comparar uma com a outra. Desta maneira, a aquisição se justifica, pois há o aproveitamento de uma oportunidade de investimento barata disponível no mercado.

Em uma negociação onde a efetivação será realizada com troca de ações, a empresa compradora realizará negócio a um preço relativamente inferior ao preço negociado entre às partes. Este fato apenas pode ocorrer, caso exista uma assimetria de informações no mercado, onde a empresa compradora possui conhecimentos não disponíveis a todo mercado, possibilitando sua avaliação diferenciada. Além de uma vantagem fiscal na realização da negociação com a troca de ações, há também um maior comprometimento e envolvimento das duas empresas na busca das sinergias vislumbradas, apesar de transmitir desconfiança ao mercado quanto à dificuldade no alcance das sinergias.

A assimetria de informações é mais fortemente visualizada em épocas de crise econômicas, onde os agentes de mercado, compradores e vendedores, possuem expectativas futuras divergentes quanto à evolução dos parâmetros utilizados no cálculo do valor da empresa alvo. Neste caso, destaca-se a possibilidade da utilização de contratos de contingência para realização do negócio.

### **3.4.3**

#### **Motivações Operacionais**

A definição de motivações operacionais está ligada à estrutura de operação da empresa em seu dia a dia. Alguns dos fatores operacionais que podem motivar uma aquisição são: aumento da capacidade operacional de uma planta e a existência de economia de escala ou escopo. Assim como as motivações financeiras, estas também deverão ser quantificadas na etapa de avaliação do negócio para incorporação ao preço final oferecido na negociação.

O aumento da capacidade operacional pode ser utilizado para o atendimento de um mercado crescente de consumo, justificando assim a aquisição. Em muitos casos, é mais interessante a aquisição de capacidade ociosa de produção de empresas existentes no mercado, que a ampliação da planta existente.

A economia de escala ou de escopo gerada em uma aquisição pode também justificar uma aquisição. Quanto maior a produção do mesmo produto, ou aproveitamento da mesma estrutura produtiva para a produção de um outro produto, maior a economia gerada, justificando o investimento.

#### 3.4.4

#### **Falsas Motivações para Realização de Fusões e Aquisições**

Existem alguns fatores que são erroneamente listados como sendo motivacionais para a realização das aquisições pelas empresas compradoras, como a existência de sinergias e a diversificação dos investimentos. Existem outros que permeiam, mesmo que involuntariamente, o processo motivacional, como a necessidade de maximizar da utilidade gerencial.

Os ganhos provenientes das sinergias identificadas entre a empresa compradora e a empresa alvo são normalmente listados como fator motivacional, quando na verdade não são. Apesar de serem considerados nas avaliações, as sinergias existentes entre as empresas são conseqüências da operação e não devem ser consideradas isoladamente como um fator motivacional. As sinergias são de difícil implantação. Em mais da metade dos casos de aquisições registradas, as sinergias identificadas não são alcançadas.

A diversificação de Investimentos aparece como outro fator erroneamente elencado como motivacional para concretização da aquisição. Com a aquisição de uma empresa de outra indústria, o fluxo de caixa da empresa combinada ficará “mais estável”, reduzindo o risco de insolvência, uma vez que os dois fluxos provavelmente não terão grau de correlação igual a um. Este fato é duramente criticado, uma vez que o investidor pode se diversificar a custos muito mais reduzidos e de maneira muito mais eficiente que a própria empresa. Assim, esta “estabilização do fluxo de caixa” não terá qualquer valor adicional para o investidor diversificado.

O único caso onde a diversificação pode realmente agregar valor ao negócio, é quando o investidor não é diversificado, como por exemplo, em uma

empresa de apenas um proprietário, que possui todo seu capital investido nesta empresa.

A maximização da utilidade gerencial, apesar de não ser citada como justificativa para a realização de negócios, está implícita no processo de tomada de decisão por parte dos gerentes. Muitas vezes, os administradores são impelidos a levar a empresa além de seu tamanho ótimo, pois assim aumentam o montante de recursos sob seu comando, ganhando maior poder gerencial.

Desta maneira, o objetivo principal da empresa deixa de ser a maximização do valor da firma para o acionista, e passa a ser a maximização da utilidade dos gerentes responsáveis pela gestão da empresa. No entanto os acionistas dificilmente conseguem perceber quando a gerência está agindo em benefício próprio. Este fato ocorre porque não existem sistemas de cobrança e acompanhamento rígidos entre acionistas e tomadores de decisão. Assim, o gerente consegue justificar as aquisições, encontrando uma maneira de investir o capital ao invés de distribuí-lo ao acionista através de dividendos. Segundo a Teoria da Maximização do Crescimento, os administradores maximizam o crescimento da firma em detrimento ao lucro ou bem estar dos acionistas, maximizando assim sua utilidade.

Para contribuir com esta questão, a Teoria da Firma e a Teoria da agência vêm a contribuir neste aspecto. Enquanto a Teoria da Firma afirma que a limitação da capacidade gerencial, os custos de transação e os custos administrativos determinam o tamanho da firma, a Teoria da Agência trata das implicações decorrentes da separação entre propriedade e controle, gerando conflitos de interesses entre gerentes e acionistas.

O campo das finanças comportamentais busca fornecer uma melhor base para o entendimento e quantificação da irracionalidade presente nos processos de tomada de decisão. Por mais subjetivos que sejam, existem fatores que influenciam as decisões dos gerentes e não são explicados por nenhuma teoria que tenha como base a racionalidade implícita no processo, como a Moderna Teoria das Finanças. Alguns exemplos da influência destes fatores são: a aversão à perda, onde os investidores têm maior pré-disposição para suportar perdas, e a confiança excessiva em suas decisões, que geram ajustes constantes da carteira, acarretando elevados custos de transação.

Quanto ao valor econômico e estratégico para Companhia, as aquisições podem ser alocadas dentro de cada um dos quatro quadrantes identificados na figura que segue:

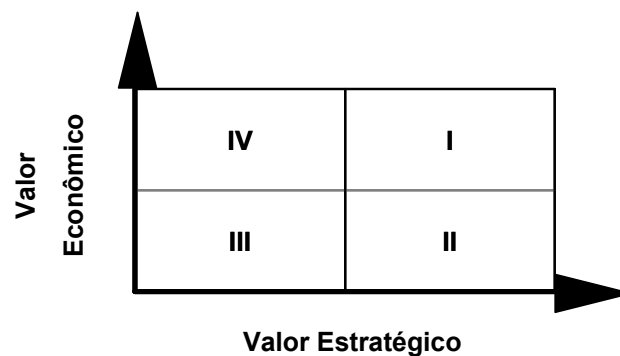


Figura 6 - Valor Econômico x Valor Estratégico

Para uma proposta que esteja altamente alinhada com o planejamento estratégico da Companhia e que tenha uma elevada atratividade econômica, recomenda-se fortemente a continuidade dos estudos para aquisição, uma vez que apresenta uma motivação robusta. Este perfil estaria localizado no quadrante I.

Caso a análise de uma oportunidade possua um baixo valor estratégico para Companhia e não tenha atratividade econômica, esta possibilidade deve ser descartada do leque de oportunidade de investimentos da Companhia, o que se refere ao quadrante III da figura.

Mas existem dois casos onde a continuidade dos estudos para aquisição não é clara. Para propostas de aquisição com um elevado valor estratégico e baixo valor econômico, representado pelas oportunidades situadas no quadrante II, e as propostas situadas no quadrante IV, que possuem baixo valor estratégico e elevado valor econômico. A princípio, para a maioria destas, a correta decisão seria abortar a continuidade dos estudos, uma vez que o investimento está localizado em áreas não afins da Companhia, ou seja, desalinhado com o plano estratégico, ou não agrega valor ao acionista.

Vale a pena destacar que, independentemente do quadrante em que se localize a proposta de aquisição, cada caso deve ser estudado isoladamente, considerando suas peculiaridades e especificidades. Pode-se, por exemplo, justificar o investimento em um ativo pouco rentável e desalinhado planejamento estratégico, pois este pode fornecer uma opção de entrada em um mercado com possibilidades promissoras de desenvolvimento futuro.

Independentemente da motivação escolhida para e justificar a continuidade dos estudos relativos à aquisição do ativo ou empresa, deve-se sempre ter em mente que o principal objetivo da Companhia é a maximização da riqueza dos acionistas. Assim, de maneira geral, qualquer que seja a motivação principal,

deve, além de estar alinhada com o plano estratégico da Companhia, agregar valor ao acionista da empresa.

### 3.5

#### **Fase 2 – Identificação da Empresa Alvo**

Uma maneira adequada de identificar a empresa alvo é a partir do desdobramento do planejamento estratégico da Companhia, onde, uma vez identificado “como” a empresa irá alcançar sua visão, inicia-se uma prospecção por oportunidades de investimento que se adequam ao plano.

Ocorre que, por muitas vezes, bancos e empresas acabam por disponibilizar no mercado oportunidades não contempladas dentro do conjunto inicialmente prospectado.

Uma aquisição não previamente vislumbrada pode indicar movimentos de um mercado dinâmico, onde empresas não disponíveis em determinado momento para compra assim se tornam, ou pode ainda ser considerada como uma falha no processo corporativo de identificação de oportunidades. Desta maneira, adquirindo um ativo desconsiderado em sua aderência estratégica inicial, a empresa compradora acaba por “resolver” o planejamento estratégico da empresa vendedora, e não necessariamente o seu próprio.

Um ponto fundamental nos estudos relativos à aquisição de um ativo ou empresa é a consideração dos custos de oportunidade. Antes de se adquirir qualquer que seja a empresa, deve-se sempre considerar a possibilidade de aquisição de outros ativos similares disponíveis no mercado. Desta maneira se considera a rentabilidade do capital da empresa investidora em outros negócios, e garante que este é o melhor investimento a ser realizado dentre os disponíveis no mercado.

A identificação da empresa alvo para os estudos necessários à aquisição está intimamente ligada à motivação para realização do negócio. No quadro a seguir, estão listadas algumas relações entre a motivação para a realização da aquisição e as características da empresa alvo.

<b>Motivação para aquisição</b>	<b>Característica da empresa alvo</b>
<b>Subvalorização</b>	Negociação abaixo do valor estimado
<b>Diversificação</b>	Está em um setor diferente do negócio da empresa compradora
<b>Sinergia Operacional</b>	Existem características que criam sinergia operacional, como economia de custos (com a economia de escala, caso atuem no mesmo setor), crescimento mais alto (com potencial para abrir novos mercados ou expandir os existentes)
<b>Sinergia Financeira</b>	Existem características que criam sinergia financeira, como a economia de impostos (propiciando um benefício tributário para o comprador), uma maior capacidade de endividamento (sendo capaz de tomar mais dinheiro emprestado a taxas mais baixas), possuir sobras de caixa (possuindo ótimos projetos, mas não tendo fundos para investir)
<b>Controle</b>	Trata-se de uma empresa administrada de forma incompetente, cujas ações tiveram desempenho abaixo do mercado
<b>Interesse da Administração</b>	Existem características que melhor atendem às necessidades de poder de ego do CEO

Quadro 2 - Características da Empresa Alvo

Fonte: Adaptado de Damodaran (2002)

### 3.6

#### Fase 3 - Avaliação do Negócio

A avaliação do negócio é a fase central do processo de avaliação da aquisição. Esta é a única fase que faz interface e é interdependente de todas as fases do processo. A motivação do negócio, a escolha da empresa alvo, a estruturação do negócio, a forma de pagamento e o plano de aquisição, possuem papel decisivo na determinação do valor da aquisição.

A motivação do negócio, ponto de partida para o início do processo de avaliação da aquisição, é o balizador para os principais benefícios que serão computados durante a fase de avaliação do negócio. Se o principal objeto de uma aquisição é, por exemplo, a ampliação de mercado, isto refletirá nos cálculos como um aumento de receita advindo de maiores vendas.



A escolha da empresa alvo pressupõe análise inicial, mesmo que preliminar, sobre a empresa em questão. Nesta fase, são analisados fatores como o alinhamento estratégico, restrições para aquisição, disponibilidade de recursos, forma de participação no negócio, entre outros.

A estruturação do negócio trás impactos diretos na avaliação do negócio. A forma de incorporação é decisiva na definição de questões tributárias, além de gerar custos diferenciados, associados aos diferentes tipos de incorporação.

A forma de pagamento pode ter influência no nível de comprometimento da empresa alvo durante o processo de pós aquisição, que por sua vez é responsável pela implementação do que foi planejado durante a fase de avaliação.

### 3.6.1

#### Referencial de Avaliação

Na avaliação voltada para aquisição de uma empresa, deve-se considerar os diversos pontos de vista envolvidos no processo. Em aquisições onde podem existir diversos compradores para a mesma empresa alvo, deve-se avaliar a aquisição segundo suas perspectivas do negócio, disponibilizando informações suficientes aos decisores de maneira a subsidiar a estratégia ótima de oferta de preço. As duas perspectivas mais comumente envolvidas são: o ponto de vista do comprador e o ponto de vista do vendedor. Pode-se destacar como as principais diferenças entre as duas perspectivas a consideração de aspectos como custo de capital, sinergias, custos de incorporação, além de aspectos relacionados à gestão.

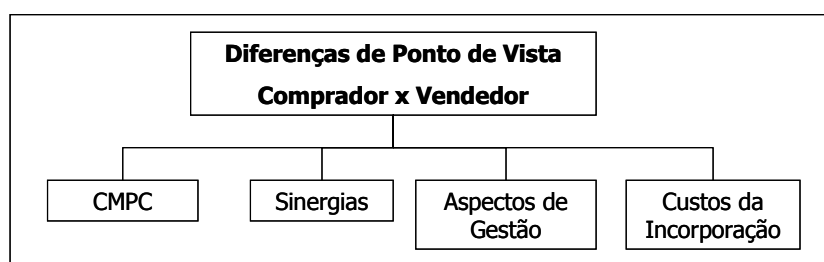


Figura 7 - Diferenças de Ponto de Vista

A diferenciação do custo de capital empregado é essencial para uma análise que considere os diferentes pontos de vista existentes em uma negociação. Empresas diferentes possuem custos de capitais distintos. A diferenciação pode vir por diferença no custo do capital próprio, que é diferente

entre as diversas indústrias, ou no custo de captação de recursos no mercado. Assim, tudo mais semelhante, uma empresa com baixo custo médio ponderado de capital (CPMC), quando comparado a um concorrente que possua um CPMC superior, pode ofertar maior quantia para aquisição em uma empresa alvo.

Outro caso interessante é a diferença entre custos de capital entre a empresa alvo e a empresa compradora. Quando o CPMC da empresa alvo for inferior ao da empresa compradora, esta terá que, para realizar a aquisição, encontrar outras fontes de receita para cobrir a proposta feita pela empresa alvo, como sinergias ou ganhos tributários e fiscais.

As sinergias podem ser definidas como sendo os benefícios advindos da operação conjunta de duas empresas. Assim, para uma mesma empresa alvo, dois diferentes concorrentes podem oferecer quantias diferenciadas pela aquisição, uma vez que cada qual possui e vislumbra uma interação e benefícios diferenciados nesta nova relação.

Assim como benefícios provenientes das sinergias, a maneira pela qual os recursos da nova Companhia são geridos também afetam o preço oferecido na aquisição. Como descrito por Damodaran (2002), este valor é chamado de prêmio de controle e será tanto maior quanto pior a administração exercida pela empresa alvo sobre seus ativos. O prêmio de controle pode ser calculado como a diferença entre o valor da empresa administrada segundo a política da empresa compradora e o valor da empresa sob sua administração atual.

Custos de incorporação serão mais representativos na operação quanto menor for a empresa compradora. Estes podem englobar custos financeiros, custos de adequação da empresa alvo aos padrões de qualidade, técnico, ambientais, da empresa compradora, custos de integração, custos de acompanhamento do pós aquisição, entre outros. De uma maneira geral, deve-se considerar todos os custos adicionais em que a empresa compradora irá incorrer por adquirir e incorporar a empresa alvo.

Além da análise das possíveis diferenças entre os diferentes pontos de vista dos diferentes atores no processo, deve-se sempre verificar a existência de outras possíveis empresas alvo, de maneira a melhor avaliar o custo de oportunidade da aquisição, certificando-se assim da melhor escolha.

### 3.6.2

#### O Valor da Empresa Alvo

O valor final alcançado no processo de avaliação de uma empresa alvo é o preço máximo que deve ser oferecido para a negociação da aquisição. De maneira alguma deve ser ultrapassado, com risco de destruição de valor para a empresa compradora.

Segundo Damodaran (2002), o valor pago na aquisição de uma empresa alvo, pode ser dividido em três partes: o Valor Contábil de seu Patrimônio Líquido, o Ágio Contábil e o Prêmio de Aquisição.

Neste contexto, a palavra ágio pode ser utilizada simbolizando o pagamento adicional de qualquer quantia, sobre um determinado referencial. Como referenciais mais comuns, pode-se citar o valor mínimo de empresas em leilões, o preço das ações na bolsa de valores e o próprio valor contábil da empresa.

O valor contábil do patrimônio líquido da empresa alvo representa o valor de livro, ou seja, o valor registrado como de propriedade da empresa segundo regras contábeis. Isoladamente, este valor pode ser pouco representativo durante negociações para a aquisição de um ativo, pois o valor contábil, quando abatido das dívidas registradas, não possui uma preocupação de avaliar economicamente os ativos, mas sim de simplesmente seguir um conjunto de regras de registro e contabilização. Assim, o valor contábil do patrimônio líquido da empresa alvo pode não representar o valor de mercado da empresa, o que, de fato, ocorre na maioria dos casos registrados.

O valor de mercado representa a quantia que investidores estão dispostos a pagar pela empresa, ou seja, o quanto é percebido de valor pelos agentes. Este valor reflete a expectativa futura dos investidores. Assim, o valor de mercado representa todos os possíveis benefícios futuros vislumbrados pelos investidores, considerando o conjunto de informações até então disponível. Normalmente, o valor de mercado da empresa alvo é superior a seu valor contábil. A quantia que supera o valor contábil é conhecida como ágio contábil, ou *goodwill*.

Há casos em que a empresa adquirida pode apresentar deságio em relação ao seu valor contábil. Estes casos são menos freqüentes, mas são passíveis de ocorrência.

Uma vez computados o valor de mercado, que pode ser dividido como o valor contábil e o ágio contábil, ou goodwill, resta ainda calcular o valor específico que cada empresa enxerga sobre a empresa alvo. Este valor pode ser agregado ao negócio devido aos benefícios gerados pela operação conjunta e pela possibilidade de uma gestão diferenciada sobre os ativos da empresa alvo.

Os benefícios advindos de uma operação integrada são conhecidos como sinergias. As sinergias podem se evidenciar de distintas maneiras, representando benefícios financeiros para a empresa compradora, conseqüentes da nova interação entre as duas empresas até então segregadas. As sinergias podem ser divididas em dois tipos: a primeira, do tipo *hard*, representa benefícios que podem ser alcançados mais facilmente quando da integração, como economia de custos por eliminação de tarefas semelhantes existentes em ambas as empresas, por exemplo; um segundo tipo de sinergia pode ser identificada como *soft*, representando benefícios planejados mais dificilmente alcançados, como o aumento de receita devido à maior concentração de mercado ou devido à maior capacidade de divulgação da marca.

Ao serem consideradas na avaliação, as sinergias devem ser quantificadas levando-se em consideração o nível de risco quanto de sua concretização. Desta maneira, sinergias do tipo *soft* devem ser trazidas a valor presente considerando taxas de descontos mais elevadas que as utilizadas no desconto das sinergias do tipo *hard*. Existem também, adeptos à teoria de que as sinergias do tipo *soft* devem ser desconsideradas nas análises econômicas, tornando a análise mais conservadora.

A possibilidade da nova empresa exercer uma gestão diferenciada sobre os ativos da empresa alvo e, a partir daí, auferir ganhos quando comparados à manutenção da gestão praticada pela empresa alvo durante a fase de avaliação, é conhecida como prêmio de controle. Este nome está alinhado com a própria definição da origem deste valor. É um valor adicional que será gerado a partir da implementação de novas políticas operacionais e financeiras na empresa alvo, quando estiver sob o controle da empresa compradora.

O prêmio de aquisição pode ser calculado como a diferença entre o valor atualizado do fluxo de caixa das empresas atuando de forma conjunta e o somatório dos valores atualizados dos fluxos de caixa das empresas individuais.

O somatório do prêmio de controle às sinergias vislumbradas, recebe o nome de prêmio de aquisição. Este montante, uma vez somado ao valor de mercado é o preço final máximo de deve ser ofertado pela aquisição da empresa alvo.

Qualquer que seja a metodologia utilizada para o cálculo do prêmio de aquisição, esta deve ter uma visão prospectiva, considerando especificamente as duas empresas envolvidas no processo: a Companhia que está avaliando a empresa alvo e a empresa alvo. De maneira alguma, prêmios de aquisição registrados em operações passadas devem servir de base para o cálculo de prêmios futuros, pois na ausência da correta avaliação, a empresa compradora estará muito mais susceptível à destruição de valor.

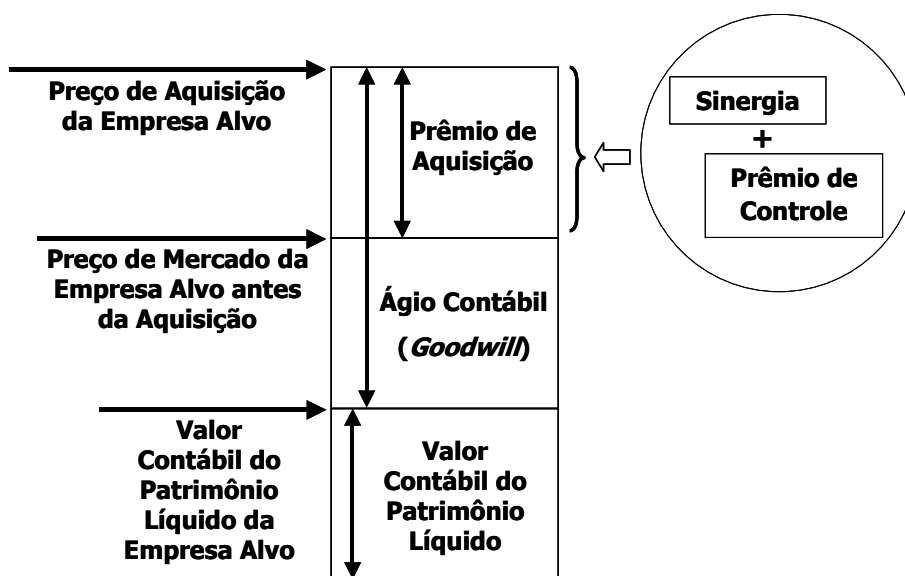


Figura 8 - O Valor da Empresa Alvo

Fonte: Adaptado de Damodaran (2002)

Assim, o valor da empresa alvo depende da visão adotada, e de quem especificamente está interessado na aquisição, pois dependendo das sinergias geradas e do prêmio de controle calculado, diferentes concorrentes irão oferecer preços diferentes.

Como ponto de partida para uma negociação, deve-se adotar o valor calculado segundo a ótica do vendedor, pois esta desconsidera o prêmio de aquisição. Como preço máximo a ser pago por uma empresa alvo, deve-se adotar o valor calculado pela ótica do comprador, incorporando os benefícios da operação conjunta das duas empresas.

### 3.6.3

#### Premissas

Toda avaliação econômico-financeira é fortemente influenciada pelas premissas adotadas em seus cálculos. Neste sentido, toda grande empresa

estabelece e desenvolve um planejamento de curto, médio e longo prazo baseado em perspectivas futuras de crescimento da economia, evolução das taxas de juros adotadas pelo governo, expectativa de expansão do mercado consumidor, crescimento do *market share*, valoração de sua moeda frente a referências mundiais como o dólar e o euro, entre outras.

Desta maneira, é fundamental a manutenção de uma lógica empresarial nestas avaliações, onde as premissas adotadas nas avaliações de possíveis aquisições estejam compatíveis e alinhadas com as premissas utilizadas pela Companhia na análise de seus projetos de investimentos.

É imprescindível a utilização de uma visão prospectiva no estabelecimento de cenários econômicos que irão subsidiar as avaliações econômicas desenvolvidas. A utilização de dados históricos nas previsões futuras é desaconselhada, uma vez que esta não considera ações atualmente implementadas com o intuito de influenciar indicadores futuros.

Assim, a simples extrapolação de dados históricos pode levar à predição de cenários não realistas a respeito do futuro econômico. Se uma empresa, por exemplo, está passando por uma fase financeira privilegiada, por razões conjunturais, apresentando indicadores de rentabilidade elevados, uma análise tendencial, de continuidade de bons resultados, pode não representar a realidade, pois, uma vez extinta estas condições, seus indicadores de rentabilidade recuarão, diferindo em muito das previsões realizadas. O contrário também é verdadeiro. Partir de um histórico de indicadores baixos pode levar à sub avaliação de uma empresa ou ativo.

O estabelecimento de premissas é facilitado quanto maior for a maturidade da indústria na qual a firma está envolvida e a estabilidade econômica local e mundial. Assim, em países que possuem uma política econômica transparente, a tarefa dos analistas em prever os próximos passos governamentais no que tange às decisões econômicas é facilitada, sendo, portanto, as decisões econômicas e financeiras nacionais antecipadas com maior grau de certeza pelos agentes. Com menos surpresas, a previsão do crescimento econômico do país, principal balizador para desenvolvimento e expansão das firmas existentes, é alcançada com maior certeza e tende a se concretizar em números bem próximos aos previstos.

Caso a economia seja turbulenta, maior a dificuldade em realizar previsões de um futuro muito incerto e, maior o prejuízo para o processo de avaliação de aquisição.

### 3.6.3.1 Incertezas

Devido ao elevado grau de incerteza presente, tanto nas negociações, quanto na escolha de parâmetro para a avaliação de empresas, faz-se necessário o conhecimento de teorias que possam ser aplicadas nesta análise. Neste sentido, a teoria dos jogos se apresenta como alternativa. Esta teoria é responsável pelo estudo das decisões em situação interativa, onde a decisão de indivíduo afeta a decisão dos demais agentes.

A teoria dos jogos é uma análise matemática de situações que envolvem interesses em conflito capaz de indicar as melhores opções de atuação para que seja atingido o objetivo desejado.

Como toda teoria, as opções reais possuem limitações e simplificações que devem ser destacadas, como o caráter racional e maximizador das decisões. Para tanto, pressupõe-se a disponibilidade de um conjunto mínimo de informações (e como se apresentam aos jogadores – normalmente os vendedores possuem mais informações sobre a empresa alvo que os compradores) e jogadores racionais para o estabelecimento do conjunto mínimo de possíveis resultados chamado de *pay offs*. Desta maneira, torna-se possível o estabelecimento de estratégias para análise decisória.

Uma estratégia é uma lista de escolhas ótimas para um jogador. Nesta lista, estão previstas todas as possíveis situações que o jogador poderá enfrentar. Tendo uma estratégia, o jogador saberá o que fazer em qualquer estágio, não importando a reação de seu oponente, nem o resultado dos eventos probabilísticos.

Pode-se dizer que a teoria dos jogos consiste numa análise simples que compara as apostas dos jogadores, e os resultados finais dos jogos, para que se possa avaliar os ganhos e perdas de cada jogador, bem como a eficácia das estratégias utilizadas por eles.

Devido ao elevado grau de objetividade e simplicidade de conceitos, a teoria adquiriu status de ferramenta de análise, se ocupando, assim, da sistematização e avaliação dos resultados e das estratégias neles aplicadas.

Devido a seu enorme sucesso, houve grandes tentativas de se aplicar esta teoria às mais diversas áreas como uma maneira de oferecer todas as possíveis soluções para as mais diferentes situações. A teoria dos jogos é utilizada tanto para analisar negociações já concluídas, quanto para avaliar medir ou avaliar possibilidades de escolha.

Apesar de seu sucesso, é uma teoria parcial. Assim como toda ferramenta, ela depende do critério adotado pelo analista para a descrição das regras e do propósito do jogo. Uma mesma negociação, por exemplo, pode ser representada por vários jogos diferentes, a depender do analista e do critério por ele adotado.

De maneira resumida, a teoria dos jogos diz que, se cada um fizer o melhor para si e para o grupo, todos ganham, ao invés de cada um agir por si, sem atender a dinâmica do grupo.

A teoria dos jogos não pretende resolver todos os tipos de conflitos, porém nos fornece melhor compreensão em situações complexas, através de sua coleção de técnicas para analisar estes problemas.

#### **3.6.4**

#### **Contratos de Contingência**

Contratos de contingência são utilizados na realização de negócios onde as partes interessadas discordam sobre os parâmetros a serem utilizados na avaliação financeira, mas concordam em utilizar o mesmo modelo econômico para valorar o negócio. Utiliza-se esta ferramenta quando os parâmetros estimados por ambas as partes interessadas na realização do negócio são muito distintos, inviabilizando a concretização do negócio por falta de uma visão comum.

A utilização de contratos de contingência são mais comuns em épocas de incertezas, onde a economia está passando por um período de recessão, e a predição de índices e parâmetros utilizados nas avaliações pode ser muito distinta, dependendo da perspectiva de quem avalia.

Assim, em uma negociação, comprador e vendedor podem alcançar valores muito distintos dependendo de seu ponto de vista sobre o desenvolvimento da economia no futuro. Caso, por exemplo, o vendedor seja muito otimista com o desenvolvimento do país, prevendo elevadas taxas de crescimento econômico e baixa inflação, enquanto o comprador adota premissas mais conservadoras, o preço exigido pelo vendedor para a realização do negócio será superior ao valor encontrado pelo comprador na avaliação da empresa. Neste caso, as partes podem não chegar a um acordo, mesmo que seus modelos de avaliação sejam similares, inviabilizando a concretização do negócio.



Para solução deste problema, propõe-se a utilização dos contratos de contingência, que devem ser empregados respeitando-se os seguintes aspectos:

Perfeita definição do modelo a ser empregado para a avaliação futura, contemplando a influência dos parâmetros a serem utilizados;

Perfeita definição dos parâmetros adotados e de sua forma de coleta;

Definição de horizonte de tempo, com data estipulada, para o ajuste final de preço, a partir do modelo de avaliação e parâmetros observados.

O aspecto mais importante a ser observado na utilização desta ferramenta para a execução de negócios, é a definição clara dos parâmetros, pois a parte responsável por desembolsar alguma quantia para honrar o contrato, buscará falhas no contrato para justificar o não pagamento da quantia adicional. Assim, deve-se evitar ao máximo a aplicação desta ferramenta, com risco de envolvimento em discussões judiciais futuras.

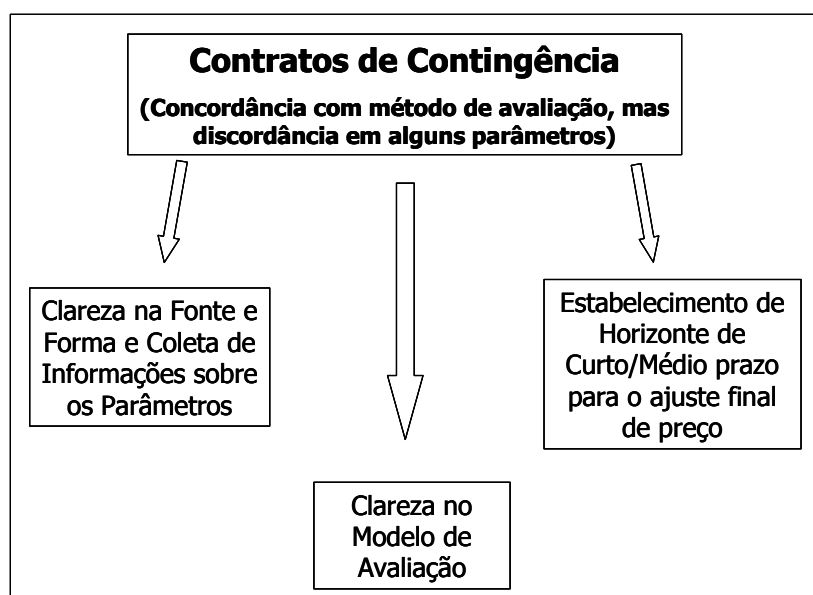


Figura 9 - Contratos de Contingência

### 3.6.5

#### Utilização de Consultores Externos

A contratação de consultores externos para participação na fase de avaliação do processo é um procedimento comum ao se estudar a aquisição de uma empresa. Consultorias podem participar do processo como mão de obra complementar nas atividades de avaliação. Esta ajuda pode ocorrer devido à indisponibilidade de pessoal, ou para se obter uma segunda opinião sobre a avaliação realizada.

Um aspecto onde os consultores externos podem ser muito úteis é o trabalho de *due dilligence* realizado na empresa alvo. O processo de averiguação das informações fornecidas pela empresa alvo é fundamental para embasar a avaliação econômica. Durante esta tarefa, pode-se investigar a existência de passíveis ambientais ou trabalhistas e a veracidade das informações fornecidas para o cálculo de avaliações preliminares.

A atuação destes profissionais bem como as atividades desenvolvidas durante a fase de avaliação devem ser limitadas e estipuladas em contrato. Cuidado especial deve ser tomado para que consultores não se envolvam no processo de tomada de decisão da Companhia, ma vez que estes consultores podem, em oportunidades futuras, assessorar outras empresas que estarão negociando com sua Companhia.

Bancos de investimento, além de atuarem como consultores, fornecendo mão de obra especializada para o processo de avaliação, possuem ainda um papel muito importante na aquisição: a emissão do *fairness opinion*. Este é um documento de validação da análise que está sendo efetuada pela empresa, ratificando o preço final alcançado na valoração. Normalmente, antes de tomar qualquer decisão de grande porte envolvendo recursos de acionistas e credores, grandes executivos apreciam uma opinião externa, validando sua posição. Esta opinião pode lhe ser útil futuramente, servindo como um documento que valida a postura de disciplina na utilização do capital da empresa.

Consultorias e Bancos de Investimentos com larga atuação e experiência mundial em processos de aquisição, podem também ser úteis no estabelecimento de contatos em países onde a empresa compradora não possui inserção. Podem atuar também como fachadas, em negociações onde a Companhia não quer aparecer, além de fornecer parâmetros utilizados no mercado para a realização das operações.

### 3.6.6

#### **O Processo de Avaliação**

A fase de avaliação da empresa alvo se dá em várias etapas. Ao longo destas etapas, o processo de avaliação amadurece até alcançar sua etapa final, onde é estabelecido o preço máximo para proposta de oferta de uma aquisição. Pode-se dividir a fase de avaliação em três etapas.

Como primeiro passo para que uma área da Companhia proceda com os estudos necessários para uma aquisição, é recomendada autorização da alta gerência. Esta autorização impede que haja possíveis desperdícios no emprego de mão de obra e recursos na avaliação de uma empresa alvo com possíveis abortos no meio do processo, quando do conhecimento da alta gerência.

Para a obtenção desta autorização, faz-se necessário a apresentação de um estudo preliminar, que forneça base para a alta gerência deliberar sobre a continuidade da aquisição. Ao mesmo tempo em que não deve ser muito detalhado, pois pode não ter continuidade, o estudo deve conter um conteúdo mínimo de informações de modo a subsidiar a decisão acerca da continuidade do projeto pela alta gerência. Informações como: as motivações e objetivos da proposta, considerações sobre o alinhamento estratégico da aquisição com os objetivos estratégicos da Companhia, restrições à aquisição e conseqüente impacto no orçamento da própria Companhia. É importante definir se há interesse em controlar a empresa alvo, ou apenas ter algum tipo de participação acionária. Devem também ser definidos alguns parâmetro básicos, como o nível de confidencialidade exigido para o sucesso da operação, o estabelecimento de um cronograma para o desenvolvimento das atividades e a indicação da necessidade da utilização de consultores externos no apoio às atividades. Deve-se ainda definir a ordem de grandeza para os valores envolvidos na possível operação.

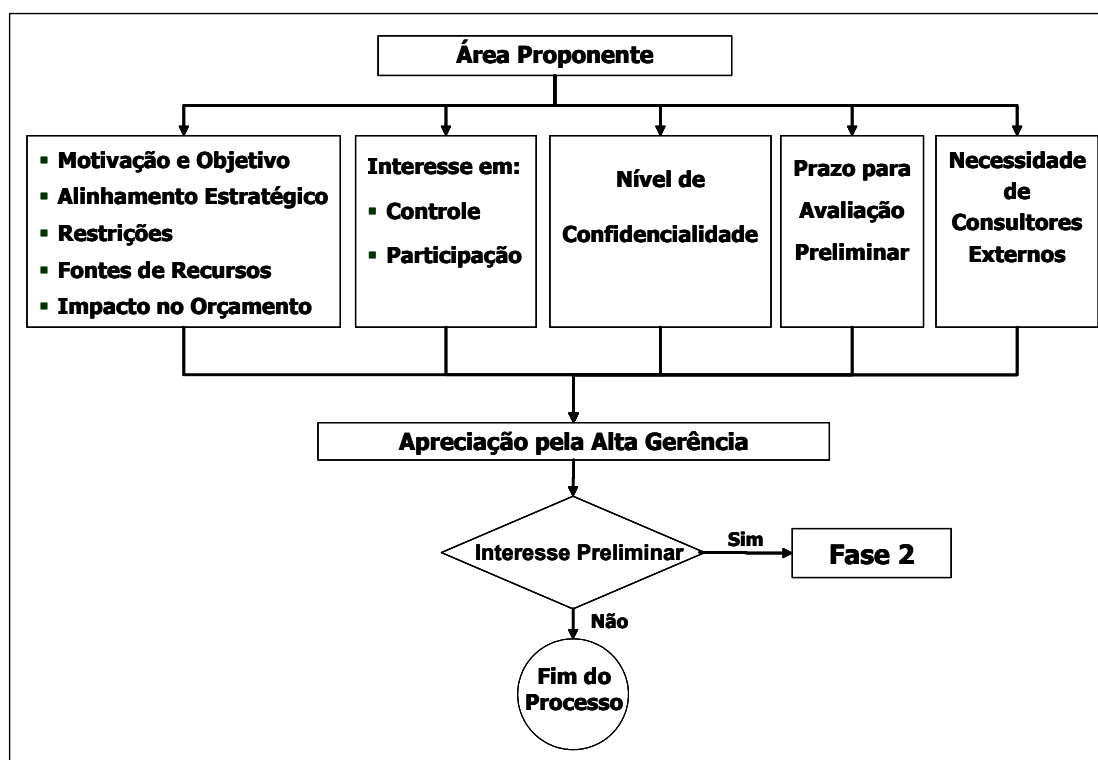


Figura 10 - Estudo Preliminar

Uma vez demonstrado interesse preliminar pela alta gerência na continuidade do projeto, uma segunda no processo a ser desenvolvida é a realização de uma avaliação propriamente dita sobre todo o processo. Nesta segunda etapa, já interagindo com a empresa alvo para a obtenção de informações, estudos mais quantitativos são realizados.

Uma terceira e última etapa dentro da fase de avaliação é o refinamento dos estudos realizados através da maior precisão dos dados utilizados nos cálculos. Uma vez demonstrado interesse da empresa compradora, a empresa alvo costuma ser mais receptiva, demonstrando-se mais aberta no fornecimento de informações para as avaliações necessárias. Este conjunto mais confiável de informações pode ser obtido através de uma investigação dos dados fornecidos pela empresa alvo, também conhecido por *due dilligence*.

O *due dilligence* tem por objetivo o levantamento de informação de todas as naturezas que possam afetar a avaliação da empresa alvo. Alguns aspectos normalmente pesquisados nestas investigações são os passíveis trabalhistas, sociais e ambientais. Caso ao sejam corretamente avaliados ou perfeitamente identificados, podem destruir valor para a empresa compradora.

Em muitas empresas, aquisições devem ser aprovadas pelo Conselho de Administração antes da conclusão do negócio.

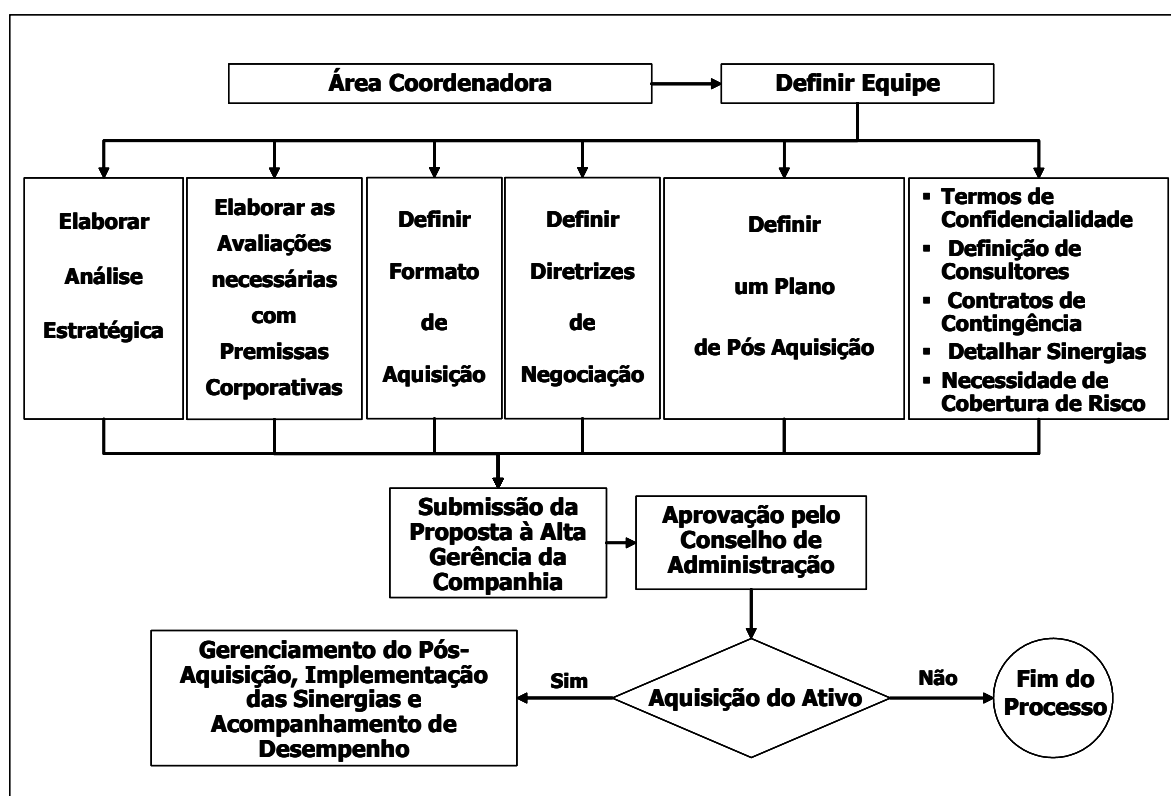


Figura 11 - Avaliação do Negócio

Alguns tópicos não necessariamente fazem parte da fase de avaliação, mas podem causar grande impacto no valor final alcançado para a empresa alvo. Um exemplo de questão chave para o processo é o nível de confidencialidade exigido pelo processo. Caso uma empresa interessada na aquisição de uma empresa alvo tenha outros possíveis concorrentes na disputa pela aquisição, deve-se manter o sigilo da operação, de maneira a não gerar um “leilão” pela empresa alvo. Esta disputa poderia elevar o preço da negociação para seu valor máximo, ou seja, o valor de mercado adicionado do maior prêmio de aquisição. Como o prêmio de aquisição é variável de empresa para empresa, pode ser que um dos concorrentes esteja disposto a pagar uma quantia superior à quantia máxima calculada em sua avaliação.

Uma vez deliberado pela alta gerência a cerca das questões fundamentais do processo de avaliação, como é a definição do nível de confiabilidade, aprovação da continuidade dos estudos e definição da equipe responsável por gerenciar o processo de avaliações preliminares, a fase de avaliação tem início.

#### **3.6.6.1**

#### **Análise Estratégica das Avaliações de Aquisições**

A análise da aquisição do ponto de vista estratégico é fundamental para um melhor embasamento e obtenção de informações que irão auxiliar no processo de avaliação. Esta análise pode, à semelhança da avaliação econômica, ser dividida em três etapas: análise do alinhamento estratégico, análise concorrencial e análise de cenários macro-econômicos.

O alinhamento estratégico deve ser verificado como parte da justificativa contida no estudo preliminar submetido à alta gerência para aprovação da continuidade dos estudos. Assim como qualquer decisão de investimento, toda aquisição deve estar alinhada estrategicamente com o planejamento estratégico da Companhia. Isto significa que a aquisição de qualquer empresa ou ativo deve ser coerente com as perspectivas vislumbradas para a empresa, tanto no curto, quanto no longo prazo. Desta maneira, está sendo avaliada a viabilidade estratégica da empresa alvo. São verificados nesta etapa, compatibilidades e características relacionadas à cultura, sinergia, rentabilidade, motivação, metas e alinhamento estratégico.

A análise concorrencial, por sua vez, trata da avaliação das relações existentes entre a empresa compradora e o meio ambiente. Assim, esta análise

visa estabelecer um melhor entendimento da indústria na qual a Companhia está inserida. Para tanto, os estudos relativos abordam as prováveis mudanças estratégicas de cada concorrente, a resposta que cada concorrente pode vir a adotar diante de movimentos estratégicos implementados pela Companhia e as possíveis reações dos concorrentes a um conjunto de alterações na indústria. São também considerados nesta etapa, questões regulatórias que podem vir a impactar a avaliação.

Um terceiro e último aspecto analisado dentro do conjunto de análises estratégicas das avaliações para aquisição é a análise de cenários macro-econômicos. Esta etapa é fundamental para que se possa fazer o levantamento das premissas que serão utilizadas durante a fase de avaliação financeira do negócio. É nesta fase que previsões para a evolução de rubricas como o PIB, inflação, juros, etc, são obtidas. Esta etapa ganha maior importância quando a aquisição é realizada em outros países, pois as estimativas são mais complicadas de serem obtidas, pois há mudança nas condições de mercado, na disponibilidade de informações, entre outras dificuldades.

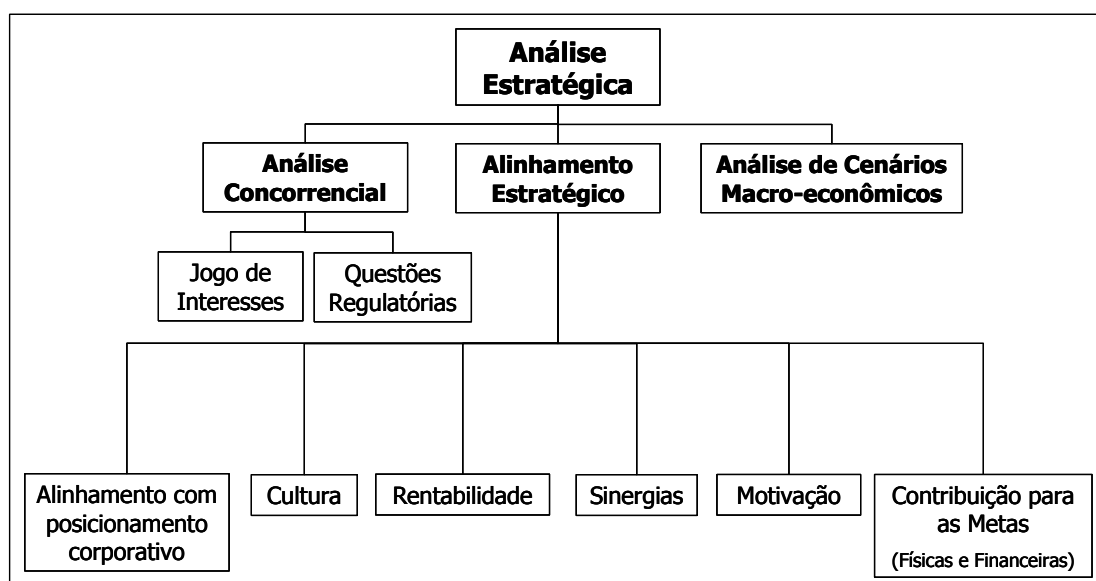


Figura 12 - Análise Estratégica

### 3.6.6.2 Metodologias de Avaliação Econômica

Existem diversas metodologias de avaliação econômica disponíveis para utilização em estudos para aquisição. De uma maneira geral, a independentemente da existência de um leque de diferentes metodologias, os fundamentos que determinam o valor da empresa consideram alguns parâmetros básicos em sua constituição, como a capacidade de criar fluxo de

caixa a partir dos investimentos existentes, a previsão de crescimento do fluxo de caixa e a incerteza quanto à geração deste fluxo.

A utilização de diferentes abordagens é um ponto que deve ser considerado. Quando adequadamente realizadas, as diversas avaliações tendem para o mesmo resultado e geram, portanto, uma avaliação final mais robusta. Mesmo não convergindo, a utilização de mais um modelo permite uma avaliação crítica sobre o resultado, incentivando a busca de explicações para as divergências encontradas.

A escolha do modelo mais adequado vai depender da precisão que se busca, do tempo que se está disposto a empregar, e de quanto recurso se está disposto a investir na avaliação. Normalmente, quanto mais complexo o modelo, maior tempo empregado e maiores os recursos despendidos no processo. As metodologias mais comuns são as baseadas no fluxo de caixa descontado. Os procedimentos mais conhecidos são:

Abordagem de valor do negócio, com desconto pelo custo médio ponderado de capital. A metodologia considera o cálculo do valor empresarial a partir da operação da empresa e, adicionalmente, considera a incorporação dos ativos não operacionais e de passivos na composição do valor final da avaliação. Este procedimento é o mais difundido e largamente utilizado nas avaliações realizadas.

Abordagem do Valor Presente Ajustado. Esta metodologia deve ser adotada quando houver uma variação na estrutura de capital da empresa alvo durante o período de avaliação. Esta metodologia divide o valor operacional da empresa analisada em três partes: o valor operacional como se ela fosse totalmente financiada por capital próprio, o valor dos benefícios fiscais decorrentes do financiamento por endividamento e o valor dos custos de falência.

Este método é o mais prático quando se prevê alterações significativas na estrutura de capital de uma empresa, pois seu cálculo não requer ajustes na taxa de desconto a ser utilizada. Além disso, permite identificar claramente as parcelas que determinam o valor da empresa, detalhadas a seguir:

Uma empresa, ao tomar um empréstimo, gera, paralelamente, benefícios fiscais, que aumentam o valor da empresa; e custos de falência, que reduzem o valor da empresa.

Associado ao endividamento, existe, portanto, um risco de não pagamento da dívida (custo de falência). Assim, quanto maior a dívida, maiores os riscos

associados ao não cumprimento das obrigações financeiras, ou seja, maior o custo de falência.

A existência do custo de falência faz com que exista um ponto ótimo de endividamento para a empresa. Caso contrário, a tomada de empréstimo seria sempre vantajosa, independentemente do nível de endividamento. O que não é sempre verdade, pois, teoricamente, tudo mais constante, quanto maior o endividamento da empresa, mais caros são os empréstimos incrementais. Portanto, a partir do nível ótimo de endividamento, a utilização de empréstimos adicionais destruirá valor.

A partir deste ponto, o nível de endividamento será demasiadamente elevado, fazendo com que os custos adicionais associados à possibilidade de não se pagar a dívida (custo de falência incremental) superem os benefícios fiscais marginais, reduzindo assim o valor da empresa. A figura que segue tenta sumarizar os conceitos citados.

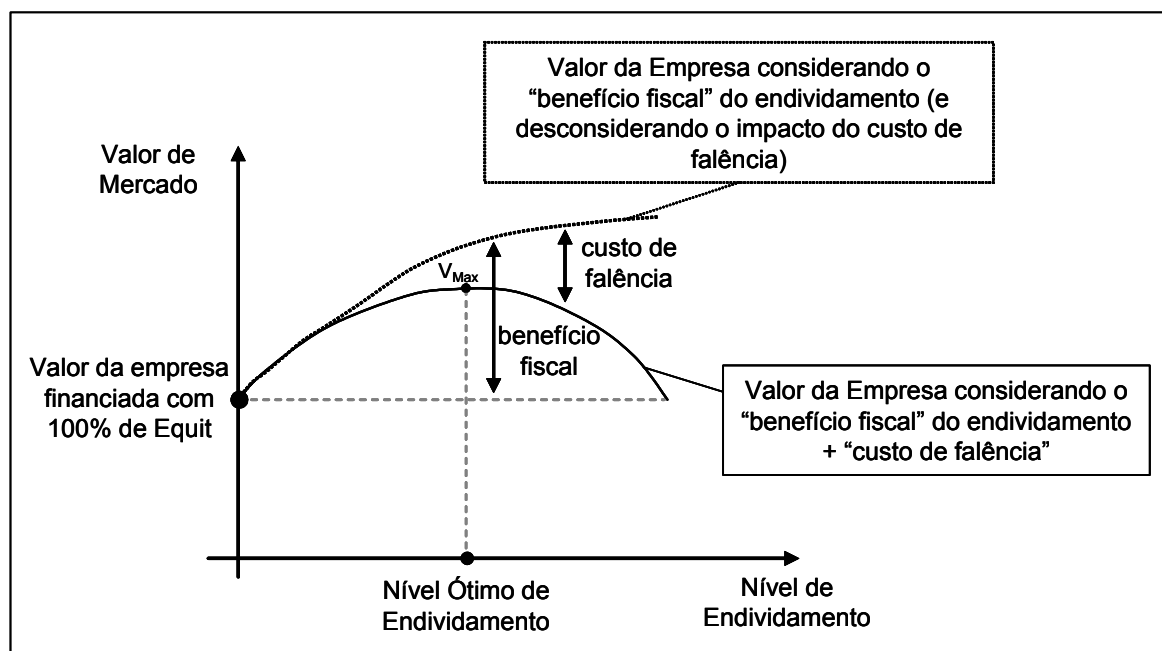


Figura 13 - Valor Presente Ajustado

Fonte: Adaptado de Brealey & Myers (1996)

Assim, o valor da empresa pode ser calculado como segundo a expressão que segue:

[Valor da Empresa] = [Valor da Empresa totalmente financiada por capital próprio] + [benefícios fiscais do empréstimo] – [custos de falência]



Abordagem do fluxo de dividendos. Esta metodologia utiliza o fluxo de pagamento dos futuros dividendos devidos, e o desconta pelo custo de capital próprio (que, para uma mesma indústria, é o idêntico tanto para a empresa alvo quanto para a empresa que avalia sua compra, se considerado a mesma estrutura de endividamento). Esta metodologia pode ser empregada em dois casos.

O primeiro é quando o negócio possui produto ou serviço único e está em estágio avançado de maturidade. Ou seja, quando a empresa já atende a todos os seus consumidores e não tem mais como se expandir no mercado seguindo a mesma linha de atuação. Desta maneira, todo o investimento que necessita ser feito na empresa corresponde à reposição da depreciação de seus equipamentos. A parcela restante do lucro é distribuída como dividendos. Neste caso, o fluxo de dividendos tende a convergir para o fluxo de caixa do acionista.

Um segundo caso onde pode ser interessante a abordagem da avaliação pelo fluxo de dividendos é quando da intenção em participação minoritária na aquisição. Assim, com baixo envolvimento na gestão na empresa alvo, torna-se interessante a utilização de metodologia mais simples.

Existem algumas metodologias que podem também ser utilizadas como métodos auxiliares de validação dos valores alcançados nos cálculos anteriores. Estas metodologias são notoriamente simples e não necessitam investimento intensivo de tempo e recursos. Podem, portanto, ser aplicadas de maneira a melhor embasar o resultado alcançado, fornecendo maior consistência à análise e avaliação da empresa alvo. Três exemplos destas metodologias são:

A primeira é a metodologia do Valor Patrimonial Ajustado. Esta pode ser empregada quando da recente constituição ou atualização dos ativos e passivos da empresa. Assim, Com seu valor contábil muito aproximado do valor de mercado de seus bens, direitos e dívidas, tem-se uma referência de valor de mercado para a empresa.

Uma segunda metodologia é a utilização de múltiplos para a avaliação da empresa alvo. Este caminho considera parâmetros de transações recentes ocorridas no mesmo setor onde se está avaliando a aquisição. Deve ser utilizado quando existe algum tipo de parâmetro comparável entre as duas empresas. No emprego desta metodologia, cuidado especial deve ser tomado quando da utilização de múltiplos observados em transações que já ocorreram há um período muito longo de tempo ou que apresentam grande dispersão, inviabilizando a utilização de medidas de tendência central, como a média ou mediana, por exemplo. Deve ainda ser observado com atenção a utilização de

parâmetros de uma única transação ocorrida, que pode não ser representativa no mercado, ou pode ter ocorrido em um mercado com características diferenciadas de risco e maturidade.

Uma terceira metodologia de simples aplicação para validação do valor calculado para a empresa alvo através da metodologia do fluxo de caixa descontado é o valor de mercado calculado a partir da liquidez de seus títulos no mercado financeiro. Esta operação pode ser realizada em empresas de capital aberto e títulos negociados em bolsa. Basta multiplicar o valor de um título pelo total de títulos emitidos pela empresa. Esta operação irá gerar um valor comparável com o valor de mercado da empresa alvo. Este preço poderá já estar incorporado do prêmio de aquisição caso a informação do estudo de aquisição seja conhecida pelo mercado, pois os investidores irão precificar este valor no preço da ação. É importante também avaliar a liquidez dos títulos no mercado, verificando se o preço da ação é representativo.

Existe ainda uma linha da avaliação, mais recente que a metodologia do fluxo de caixa descontado, conhecida por opções reais. Esta teoria permite ao analista quantificar o valor de uma opção de espera ou abandono, por exemplo. A teoria de opções reais é uma forma menos conservadora de se analisar um projeto, quando comparado com a metodologia do fluxo de caixa descontado. Assim, ao se utilizar a metodologia do fluxo de caixa descontado, o valor encontrado na avaliação será sempre inferior ao valor encontrado nos cálculos realizados a partir da utilização da teoria das opções reais.

Independente da metodologia utilizada, é aconselhável o desenvolvimento de uma análise de sensibilidade sobre o projeto, buscando identificar as variáveis mais impactantes sobre o resultado. É aconselhável também aplicar a análise de risco caso haja grande incerteza quanto às premissas adotadas.

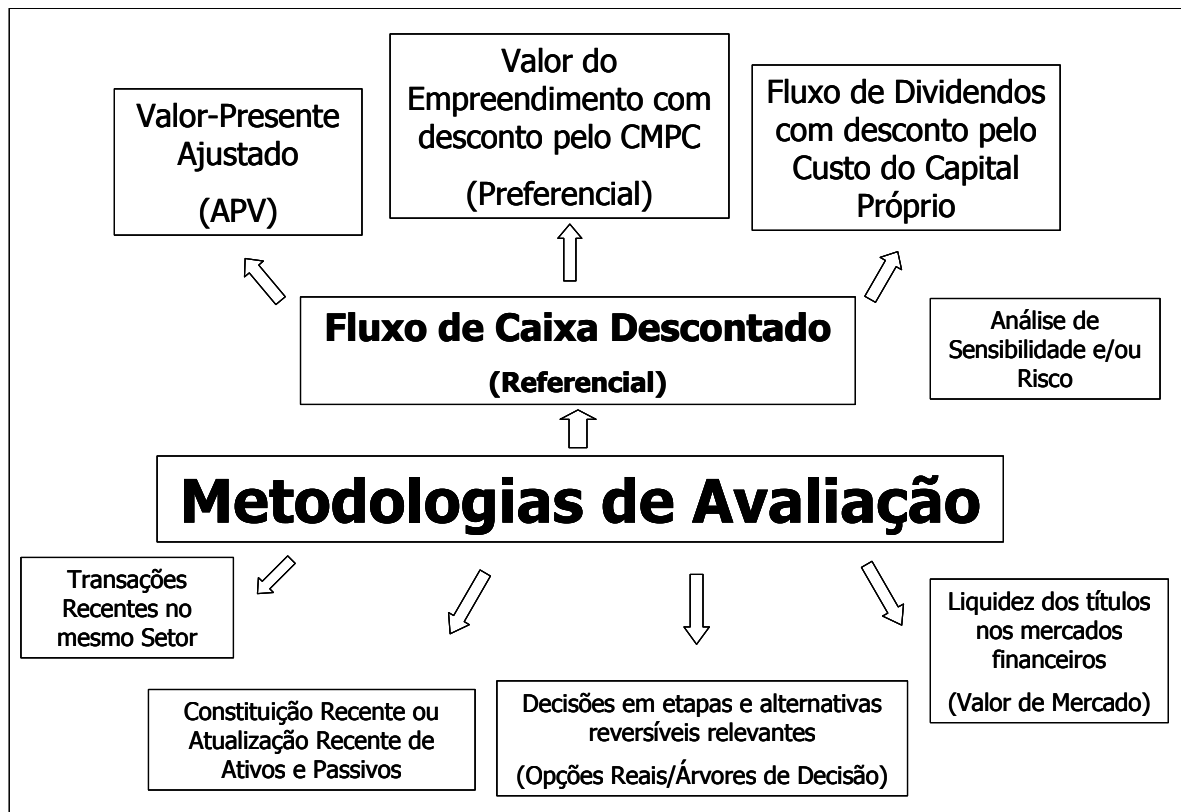


Figura 14 - Metodologias de Avaliação

Uma série de aspectos que devem ser observados no decorrer da modelagem de avaliação por fluxo de caixa descontado. Estes aspectos, se negligenciados, podem causar sérios prejuízos à avaliação, levando o analista a alcançar valores distorcidos na avaliação da empresa alvo. Segue, portanto, segundo Danenberg (2004), quais os cuidados que devem ser tomados na elaboração da projeção do fluxo de caixa e no cálculo da taxa de desconto.

### 3.6.6.2.1

#### Cuidados Conceituais e Metodológicos na Projeção dos Fluxos de Caixa

- utilizar um período de projeção explícita, antes da perpetuidade, de forma que a empresa alcance uma fase de “estabilidade”, sinalizada por taxa de retorno sobre o novo capital investido constante, crescimento constante e reinvestimento de uma proporção dos seus resultados operacionais também constante. Considerar a possível utilização de modelos de 2 ou 3 fases. Cuidado para não utilizar perpetuidade com crescimento juntamente com nível de investimento correspondente apenas à

reposição da depreciação, ou seja, compatibilizar o nível de investimento e a taxa de depreciação com as taxas de crescimento (g) consideradas no cálculo da perpetuidade. Além disso, a taxa de crescimento da perpetuidade não deve ser maior que a taxa de crescimento da economia;

- observar se a taxa de crescimento do EBIT (g) está compatível com o retorno do capital investido (ROIC) e com a taxa de reinvestimento (R) já que:

$$g = \text{ROIC} * R$$

- avaliar se há consistência entre o crescimento dos lucros com as taxas de reinvestimento. Uma fórmula geral para taxa de reinvestimento (R) é:

$$R = (\text{Investimento Líquido} + \text{Variação de Capital de Giro}) / [(\text{EBIT} * (1 - t))]$$

- verificar coerência entre fluxo de caixa e taxa de desconto (ambos reais ou nominais). Cuidado com modelos de custo de capital que combinam parâmetros de naturezas diferentes. Verificar adequação entre a inflação embutida na projeção do fluxo de caixa e na taxa de desconto;
- observar se há coerência entre a data de referência do Valor Presente Líquido e a concentração de valores adotada;
- avaliar como possíveis alterações nos procedimentos tributários e contábeis poderão impactar o valor da empresa. Atenção especial deve ser dada ao formato de aquisição proposto, à identificação de investimentos depreciáveis e não depreciáveis, à mudança de critérios de depreciação, etc;
- detalhar como foi quantificado o valor das sinergias, na ótica do comprador, e explicitar o ganho com a operação de aquisição, para a Companhia;
- segregar o valor associado à perpetuidade do valor total da empresa;
- examinar se os avanços tecnológicos poderão afetar o retorno e o risco da empresa e, quando possível, tentar quantificar seus impactos no fluxo de caixa e no CMPC;

- verificar se há uma tendência de fortalecimento das posições dos clientes e de fornecedores com impactos sobre o fluxo de caixa e sobre o retorno econômico da empresa;
- examinar se há barreiras à entrada de outras firmas no setor e se estas são sólidas no longo prazo, pois este é um fator que poderá ter significativos impactos sobre o fluxo de caixa projetado;
- verificar as condições de gestão e financiabilidade dos investimentos que estão planejados pela empresa alvo. Caso estes investimentos sejam de difícil realização eles devem ser reavaliados, assim como seus reflexos sobre o fluxo de caixa;
- analisar a influência de ativos intangíveis, buscando retratar seu impacto sobre o fluxo de caixa e determinar seu grau de dependência com outros fatores (ex.: marca e logística) e a possibilidade de negociação (ex.: patente) ou perda sem indenização (ex.: capital humano). Considerar entre os intangíveis, itens como governança corporativa e gestão, clientes e marcas, inovação e propriedade intelectual, capital humano e sustentabilidade;
- verificar a coerência do retorno sobre investimento e dos indicadores de crescimento (vendas, lucros etc) das projeções com o histórico da empresa e com o setor;
- observar os ajustes na estrutura de capital decorrentes dos investimentos em ativos fixos e em capital de giro e da diferença entre fluxo de caixa disponível aos acionistas e resultado contábil passível de distribuição (lucro do período e/ou lucros acumulados, associados à política de dividendos). Diferenciar o fluxo de caixa disponível aos acionistas do fluxo que efetivamente se pretenda distribuir;
- examinar e detalhar oportunidades de criação de valor associadas a:
  - ✓ ajustes de percepção (informações, Relacionamento com o Investidor, etc);
  - ✓ melhorias operacionais;
  - ✓ investimentos e desinvestimentos;
  - ✓ engenharia financeira;
- considerar passivos contingentes (ex.: ambiental, trabalhista e fiscal) e custos de mitigação na análise de alternativas;

- considerar acréscimos e decréscimos do capital de giro em consonância com a variação dos níveis de atividade e segregar o caixa operacional do total do item “caixa e aplicações financeiras”;
- considerar a partição da unidade de tempo na análise de empresas com atividade sazonal, considerando-se os efeitos sazonais sobre o capital de giro líquido;
- identificar juros incorridos e juros pagos em situações em que houver incidência relevante de sistemas especiais de pagamento (ex.: capitalização de juros e períodos de carência);
- identificar ativos não-operacionais e sua dinâmica econômico-financeira, não deixando de incluí-los na avaliação;

Na análise do negócio, identificar os principais determinantes de valor (ex.: logística eficiente e satisfação do cliente) e os principais indicadores-chaves de desempenho (ex.: tempo de entrega e “idade média” dos clientes), de forma a determinar as possibilidades de criação de valor a curto, médio e longo prazo. Definir a cadeia de valor, partindo-se de indicadores corporativos até chegar aos operacionais.

#### **3.6.6.2.2**

#### **Cuidados Conceituais e Metodológicos na Determinação da Taxa de Desconto**

- observar possíveis diferenças entre valor contábil e de mercado da dívida, principalmente quando a empresa tem endividamento de longo prazo e há mudança nas condições do mercado de dívida (considerar a estrutura a termo das taxas de juros);
- evitar que as ponderações utilizadas para calcular o CMPC sejam diferentes das resultantes do processo de avaliação. Considerar ajustes no CMPC ao longo do tempo;
- dar preferência a indicadores prospectivos como representantes dos retornos requeridos pelo mercado, ao invés de retornos históricos (ex.: determinação das taxas livres de risco em modelos CAPM);
- usar títulos de maturidade e/ou *duration* compatível com o fluxo de caixa, na estimativa do custo de capital;
- evitar estimativas pontuais de modelos cujos parâmetros apresentem forte instabilidade temporal ou grande dispersão em

torno de medidas de tendência central (ex.: coeficientes  $\beta$  em modelos CAPM);

- observar possível alteração do nível de alavancagem financeira decorrente da compra.

### 3.6.6.3

#### **Padronização dos Modelos de Avaliação**

É interessante o desenvolvimento de um sistema computacional que seja capaz de centralizar todas as informações econômico-financeiras obtidas durante o processo. Segundo Danenberg (2004), uma proposição de modelo poderia conter os seguintes módulos:

- Fluxo de Caixa Livre;
- Demonstração financeiras padronizadas;
- Detalhamento das demonstrações financeiras;
- Indicadores Macro-econômicos e de estratégia corporativa;
- Desempenho operacional (faturamento, custos e despesas operacionais e tributação);
- Estrutura de financeira e financiamentos;
- Investimentos (Fixo e Capital de Giro);
- Ativos não operacionais;
- Premissas (mercado, etc.);
- Contingências (passivos trabalhistas, ambientais, fiscais, etc.)

Os dois primeiros módulos destacados, “Fluxo de Caixa Livre” e “Demonstrações Financeiras” são considerados módulos centrais para a padronização das avaliações.

Deve-se sempre ter o cuidado de preservar as diversas versões do modelo, registrando as alterações feitas ao longo do processo.

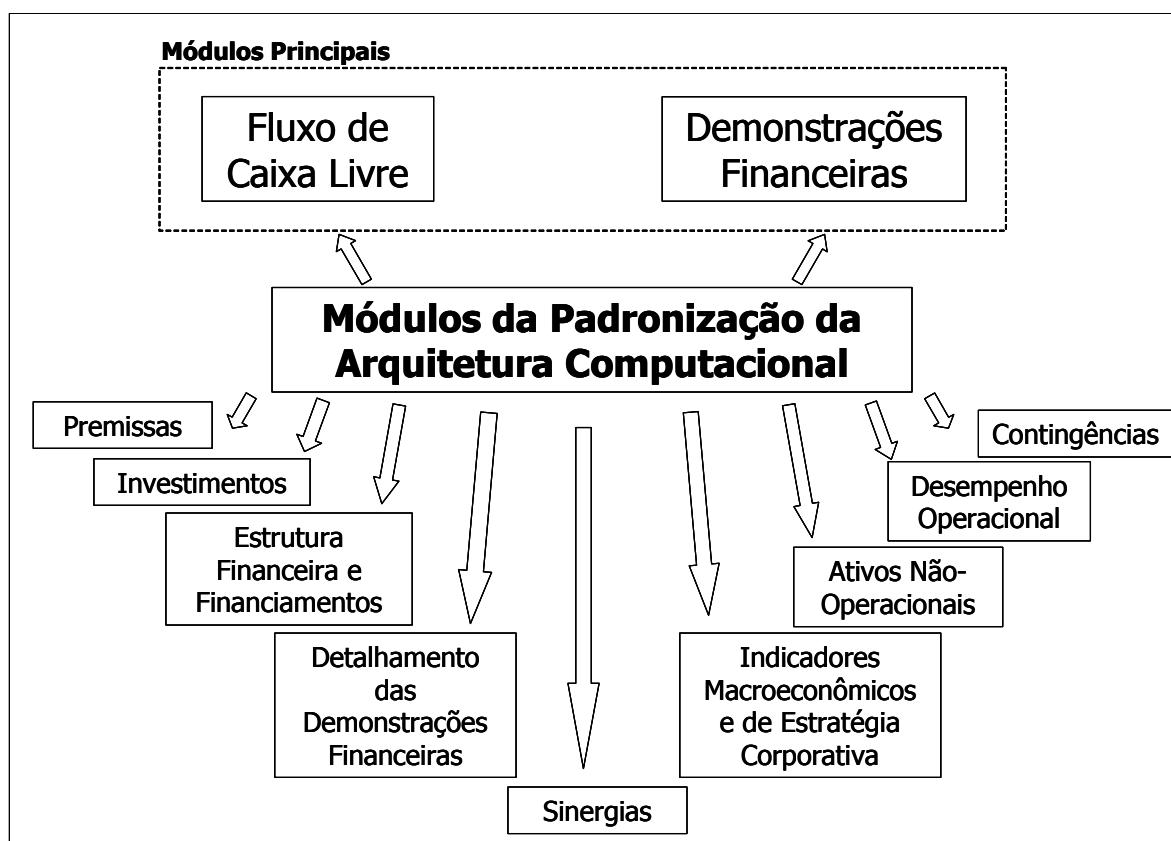


Figura 15 - Padronização dos Modelos de Avaliação

#### 3.6.6.4 Teoria da Agência

A Teoria da Agência afirma que os gestores possuem interesses divergentes dos acionistas da empresa. Enquanto os acionistas buscam a maximização do valor da empresa, seus gestores buscam maximizar a riqueza sob seu controle. Conseqüentemente, os acionistas acabam por incorrer nos denominados “custos de agência” ao implementar mecanismos de controle e de monitoramento para fiscalizar a atuação e desempenho dos gestores.

A diferença de valor obtida ao se considerar uma gestão alinhada com os interesses dos acionistas e do valor da empresa considerando-se uma gestão monitorada por mecanismos de controle, é definida como perda residual.

Os problemas de agência (*agency*) são decorrentes da separação entre a propriedade e controle da empresa, cada vez mais comum com a maior difusão das sociedades por ação no mercado.

No entanto, existem especialistas que crêem que esses problemas são minimizados naturalmente pelo funcionamento do mercado, onde a gerência pode ser facilmente substituída.



Uma maneira de se minimizar esses custos é associando a remuneração da gerência associada ao desempenho da empresa, ou seja, à remuneração do acionista. Assim, quanto maior o ganho do acionista, maior o ganho da gerência.

Conclui-se que a empresa é gerida de acordo com os interesses dos acionistas, mas que sofre influências das outras partes envolvidas no processo de gestão, como administradores, clientes, governo, entre outros.

### 3.7

#### Fase 4 –Estruturação do Negócio

A etapa de estruturação do negócio é responsável por definir a forma de incorporação da empresa alvo à empresa compradora. Esta fase tem como objetivo a definição da forma de incorporação economicamente mais vantajosa do ponto de vista da empresa compradora.

Por envolver aspectos jurídicos, contábeis e financeiros, esta fase deve sempre ser acompanhada por profissionais especializados, buscando a minimização de impactos nos custos de incorporação, e maximização dos ganhos tributários advindos da estruturação.

Esta etapa deve ocorrer paralelamente à avaliação do negócio, pois seu resultado comporá o preço final alcançado na etapa de Avaliação do Negócio.

A equipe de juristas que deve fazer parte da análise da estruturação deve ser composta por consultores capazes de analisar a legislação aplicável ao direito societário, de defesa do consumidor, de defesa da ordem econômica, de proteção ao meio ambiente, trabalhista, previdenciária e tributária.

À semelhança da fase de avaliação do empreendimento, onde uma investigação da saúde financeira é fundamental para sustentar as premissas utilizadas, antes que se proceda com a avaliação societária, um *due dilligence* jurídico-contábil deve ser realizado na empresa alvo, gerando maior confiança quanto à base de informações necessárias ao processo de estruturação.

Segundo Fabretti (2001) devem ser implementadas investigações sobre a documentação jurídica da empresa, como livros e documentos societários, propriedade imobiliária, propriedade mobiliária, propriedade imaterial, capital estrangeiro, tributos, contenciosos fiscais, trabalhistas, previdenciários, cíveis e comerciais e meio-ambientais. Procedimentos de investigação de fatos contábeis e trabalhistas também devem ser levados em consideração.

Uma última avaliação a ser levada em consideração na estruturação da operação é a análise do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE).

Este órgão busca, entre suas atribuições, a repressão do abuso do poder econômico, não permitindo redução nos níveis de concorrência e prejuízo ao funcionamento do mercado. O CADE considera como práticas abusivas a formação de cartel, a venda casada, sistemas seletivos de distribuição e a prática de preços predatórios.

As operações de fusão, incorporação e aquisição são típicas operações de concentração econômica, mas fazem parte do processo natural de desenvolvimento da economia de mercado e, por si só, não configuram prática abusiva. Entretanto, podem resultar em redução da concorrência, em aumento e concentração do poder econômico, inibindo a entrada de novos concorrentes. Desta maneira, qualquer operação que ultrapassar os limites mínimos de 20% de concentração do mercado ou faturamento anual de R\$ 400 milhões, deve ser submetida à aprovação do CADE.

### 3.7.1

#### **Tipos de Estrutura**

O processo de obtenção do controle de bens ou ativos de uma empresa por receber diferentes nomes, dependendo de sua estruturação, podendo ser classificados como: aquisições, fusões, incorporações/consolidações ou cisões.

Os casos de incorporação, fusão ou cisão, deverão constar de protocolo firmado pelos órgãos de administração das Companhias, onde constará, entre outros, critérios de avaliação e de troca de ação e o valor do capital das sociedades criadas. Sendo ainda submetidas à assembléia geral, onde serão expostos motivos e finalidades da operação, composição do capital social e o valor do reembolso das ações a que terão direito os acionistas dissidentes. Uma vez deliberado sobre o protocolo e a justificativa, estes devem servir de base para a efetivação das operações de fusão, cisão ou incorporação.

Existem mecanismos que buscam resguardar os direitos dos credores de empresas envolvidas nestas operações que, quando acionados em tempo hábil, podem requerer judicialmente a anulação da operação.

Os aspectos relacionados ao registro contábil são normalizados, e devem ser atentados na transação. Quanto ao aspecto tributário, sempre que houver a extinção de uma empresa na operação, um balanço específico deve ser levantado na data do evento. Ganhos de capital, no caso de opção pela avaliação de mercado, devem ser considerados para fins de cálculos de imposto

de renda e da contribuição social sobre o lucro líquido. São também considerados impactos tributários advindo de empresas inscritas no Programa de Recuperação Fiscal (Refis).

Numa aquisição, deve ser levado em consideração tanto a possibilidade de alteração do nome da atual empresa, quanto do aproveitamento de créditos tributários.

Destaca-se a diferença conceitual existente entre termos utilizados na literatura norte americana e brasileira. Fabretti (2001) define as operação, segundo os padrões brasileiros, como:

**Fusão** - também conhecida por Consolidação, esta é uma operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações. As sociedades originais extinguem-se. A nova sociedade adquire personalidade jurídica e inicia sua atividade econômica a partir da data da fusão. O Patrimônio da nova sociedade é composto pela soma dos patrimônios das empresas fusionadas. Seu capital será integralizado com os bens, direitos e obrigações recebidos das sociedades fusionadas.

**Incorporação** – É a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações. A sociedade incorporada extingue-se. A incorporadora prossegue sua atividade econômica, agora com seu patrimônio acrescido com o valor do Patrimônio Líquido da incorporada. Deve-se providenciar o aumento de seu capital, sendo integralizado com os bens, direitos e obrigações recebidos da incorporada.

**Cisão** – “É a operação jurídica pela qual a Companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para este fim, ou já existentes, extinguindo-se a Companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, e dividindo-se o seu capital, se parcial a versão.” (art. 229 da LSA – Lei das Sociedades por Ação)

**Aquisição** – a aquisição de uma empresa se dá quando o comprador todas as ações ou cotas de capital da adquirida, assumindo assim seu controle total.

Nome	Descrição	Representação Esquemática
<b>Fusão/ Consolidação</b>	Junção de duas empresas formando uma nova corporação	[ $A + B = C$ ]
<b>Incorporação</b>	A empresa alvo é absorvida pela compradora	[ $A + B = A$ ]
<b>Aquisição</b>	A empresa compradora adquire participação na empresa alvo, assumindo seu controle	[ $A + B = A + B (A)$ ]
<b>Cisão</b>	A empresa é dividida, transferindo parcela de seu patrimônio para outras sociedades	[ $A = B + C$ ]

Quadro 3 - Classificação das Operações

Fonte: MSW Consultoria (2004)/Damodaran (2002)/Fabretti (2001)

Devido ao nível de conhecimento necessário ao assunto tratado, uma equipe especialista em legislação e tributação deve, necessariamente, se fazer presente nesta fase do processo de avaliação.

### 3.8

#### Fase 5 – Forma de Pagamento

O pagamento da operação pode ser realizado em dinheiro ou em ações da própria empresa compradora. Uma vez definido o pagamento em dinheiro, este ainda pode ser financiado por capital de terceiros, através de endividamento da empresa compradora, ou por capital próprio.

Apesar de, aparentemente, ser uma etapa burocrática do processo de aquisição, a escolha da forma de pagamento depende de informações contidas nas fases anteriores, e tem impacto no desempenho pós aquisição. A forma de pagamento deve estar alinhada com o processo de avaliação, buscando a maximização do valor da empresa para o acionista.

A decisão de se utilizar capital ou ações para o pagamento da transação está ligada à necessidade de integração entre a empresa alvo e a empresa compradora na etapa do pós aquisição. Quanto maior for a necessidade de integração entre as operações das empresas, mas adequada será a utilização de ações para o pagamento da transação. Quanto menor for a necessidade de

integração, ou seja, quanto maior for a necessidade de autonomia entre as empresas, mais adequado o pagamento em dinheiro.

A explicação para esta tendência advém do maior ou menor grau de compromisso que se gera com o pagamento. Ao se optar pelo pagamento em ações, a empresa alvo, apesar de estar sendo adquirida, sentirá os impactos financeiros dos resultados da aquisição, uma vez que também possuirá ações da nova empresa. Assim, haverá uma tendência de seu maior comprometimento no sentido de se buscar melhores resultados na administração da nova Companhia formada.

O contrário também é válido. Ao se realizar pagamento em dinheiro, a empresa adquirida não irá auferir qualquer valor adicional através de uma gestão diferenciada das empresas após a transação. Assim, não terá qualquer incentivo em fazer com que o processo decorra da melhor maneira possível, pois o seu pagamento, já realizado em dinheiro, não será alterado.

Além do maior envolvimento da empresa alvo na gestão, a utilização de ações pode ser influenciada pelo valor percebido das ações no mercado. Assim, caso a empresa compradora entenda que o valor de suas ações está super avaliado, por qualquer que seja o motivo, esta terá uma maior inclinação em utilizar ações como meio de pagamento. Caso entenda que as ações estejam sub avaliadas, haverá uma tendência a não utilizar ações para este fim. Destaca-se ainda, que o conceito de sub avaliação ou super avaliação é relativo. É obtido ao se comparar os preços relativos entre as ações das empresas compradoras e alvo. O mesmo raciocínio pode ser aplicado do ponto de vista da empresa alvo, mas de maneira inversa.

Uma vez tomada a decisão de se utilizar dinheiro como fonte de pagamento, deve ser tomada a decisão de se utilizar capital próprio ou capital de terceiros para a transação. Esta decisão baseia-se em informações obtidas em fases anteriores, como o *due dilligence* e na estrutura de capital das duas empresas envolvidas. No caso a união das duas Companhias gerar uma empresa com baixas dívidas, ou seja, o endividamento total ainda suportar um acréscimo sem influenciar negativamente na elevação das taxas de captação, pode-se pleitear no mercado empréstimos para a realização do negócio.

Uma vantagem na utilização de capital de terceiros para financiamento da operação é a imposição de uma maior disciplina de capital. Nesta opção, haverá pelo menos mais uma entidade, o banco, se preocupando com a saúde financeira do projeto, pois possui interesse direto em seu sucesso.

Segundo Damodaran (2002) a decisão de pagamento de uma operação de aquisição passa pela consideração de fatores como a disponibilidade de caixa para a realização do negócio e possíveis benefícios fiscais associados à utilização da fonte de recursos.

A decisão da fonte de pagamento deve também estar alinhada com a política de endividamento da Companhia, sendo compatível com suas perspectivas de longo prazo.

### 3.9

#### Fase 6 – Pós Aquisição

Assim como no processo de avaliação, a fase do pós aquisição não deve ser imposta uma metodologia rígida a ser seguida e implementada nos processos de fusão e aquisição. Deve, porém, seguir boas práticas usualmente levadas em consideração durante este processo.

A definição de quando iniciar o processo de pós aquisição representa um *trade off* entre quantidade de recurso empregado e eficiência diante do planejado. O processo de pós aquisição deve ter seu início antes do término do processo de negociação da nova aquisição. O *trade off* está na definição de quando a equipe de pós aquisição deve ser inserida, acompanhando o processo e auxiliando desde a fase de avaliação.

Uma equipe de pós aquisição deve ser formada por profissionais que serão responsáveis, direta ou indiretamente, pelo gerenciamento da nova aquisição. Isto implica na mobilização de mão de obra extremamente qualificada e de elevado custo para empresa compradora. Entretanto, o quanto antes for mobilizada a equipe, mais familiarizada com a aquisição esta estará, possibilitando uma gerência mais efetiva de seus ativos numa futura gestão.

Outro ponto fundamental que pode ser destacado como benéfico na presença da equipe de pós aquisição durante o processo de avaliação é a correta avaliação do prêmio de aquisição (composto pelo prêmio de controle e das sinergias).

Como já destacado, em muitos processos de aquisição, as sinergias advindas da operação conjunta das duas empresas e da gestão sobre os novos ativos adquiridos se concretizam em menos da metade dos casos. Esta super avaliação dos ativos, em relação aos resultados alcançados no pós aquisição, podem ser provenientes da super avaliação do prêmio de controle durante a fase

de avaliação, ou ainda de um desempenho gerencial deficitário diante da gestão dos novos ativos após a aquisição.

A presença da equipe do pós aquisição durante o fase de avaliação do negócio é indispensável para a manutenção da racionalidade no processo, evitando incorporar ao preço final oferecido, um prêmio de aquisição impossível de ser alcançado. A equipe de pós aquisição conhece suas limitação melhor do que qualquer analista. Desta maneira, com sua presença durante a fase de avaliação, as melhorias identificadas possuem maior probabilidade de se tornarem realidade durante o processo de gestão do ativo.

Quanto mais cedo for iniciado o acompanhamento das avaliações pela equipe de pós aquisição, menores serão os desvios encontrados entre os prêmios estimados. Entretanto, maiores serão os custos associados ao processo de avaliação da aquisição, pois, ao envolver a equipe de pós aquisição já na fase de avaliação do negócio, recursos humanos de alta capacitação serão mobilizados para tarefa. Além dos elevados custos, outro fator, também relacionado, que pode retardar a entrada da equipe de pós aquisição no processo de avaliação é a incerteza a cerca da aquisição, pois a negociação pode não resultar na concretização do negócio.

Durante todo processo de gestão e mudanças geradas pela nova administração após a aquisição do ativo, a transparência nos atos e ações implementadas devem sempre se fazer presentes na administração da empresa. Desta maneira, existe uma maior probabilidade de se conquistar a confiança da equipe e colocá-la a favor de mudanças, na complexa tentativa de se alinhar as duas diferentes culturas agora unidas.

Destacando a importância da força de trabalho das empresas envolvidas no processo de aquisição, o diretor de uma consultoria especializada no desenvolvimento de pessoas e organizações em processos de transformações, Luiz Felipe Cortoni, destaca que “a junção de duas culturas completamente diferentes interfere no comportamento dos colaboradores envolvidos, podendo inviabilizar ou, no mínimo retardar e dificultar a união”.

### **3.9.1**

#### **Medição de Desempenho**

A partir de um ciclo contínuo de aprendizagem, é possível desenvolver um sistema de acompanhamento da aquisição que permita ao gestor realizar um

acompanhamento do desempenho do ativo ou empresa adquirida. A aquisição deve ser avaliada sob a perspectiva da realização dos benefícios vislumbrados durante a fase de avaliação do negócio.

A medição do alcance das sinergias é fundamental para que se possa avaliar a qualidade do negócio realizado. Deve ser realizada periodicamente, com o intuito de se mensurar a evolução do desempenho. Dependendo do ativo adquirido ou da empresa comprada, pode-se utilizar diferentes tipos de indicadores para o acompanhamento da evolução do desempenho. Uma adequada avaliação de desempenho compara a situação realizada após a aquisição com o cenário utilizado na avaliação para aquisição, identificando desvios e suas causas.

Um aspecto importante discutido na literatura a respeito da medição do desempenho alcançado por uma empresa após aquisição é o tempo necessário para que as sinergias se concretizem.

Como destaca Castelo (2002), “cabe lembrar, que segundo Copeland (1994), para se determinar se um acordo de fusão e aquisição teve êxito ou não, são necessários pelo menos três anos após a união. Já segundo Loughran e Vijh (1997) é comum que empresas fundidas através de troca de ações tenham seus ganhos diminuídos dentro de cinco anos mesmo em casos de êxito. Linn e Switzer (1994) também afirmam que empresas compradoras passam por cinco anos com suas performances abaixo da média do setor e ajustando seus tamanhos e capacidades operacionais.”

A análise deste aspecto depende das premissas adotadas durante a fase de avaliação do negócio. Deve-se então levar em consideração a maturidade das sinergias identificadas e dos prêmios calculados, identificando sua realização conforme previsão da fase de avaliação. Como exemplo, podemos citar economias geradas por corte de pessoal como sinergias de mais curto prazo, enquanto a transferência de tecnologia e melhores práticas de produção, como benefícios que apenas serão alcançados em maior espaço de tempo.

Assim, a pergunta que deve ser feita para o melhor acompanhamento da evolução do desempenho do negócio não é “qual a data ideal para se fazer uma avaliação?”, mas sim “qual a periodicidade na qual deve ser realizada esta avaliação?”.

Deve-se acompanhar o reflexo financeiro do cumprimento das premissas adotadas na fase de avaliação do ativo negociado sempre que possível e com uma maior frequência no início do processo de operação conjunta entre as duas empresas. Um acompanhamento mais próximo no início da gestão propicia à



direção da empresa uma maior acurácia nas decisões que irão guiar a Companhia pelo mercado onde atua, dando maior flexibilidade para que eventuais falhas cometidas possam ser resolvidas, recolocando a nova empresa alinhada com as previsões adotadas em sua avaliação. Além disso, em até um ano da aquisição, os funcionários estão dispostos a aceitar mudanças com maior facilidade. Após este período, gradativamente, a situação vai se estabilizando, e as mudanças tornam-se mais difíceis de serem implementadas.

### 3.9.2

#### O Processo de Aprendizagem Contínua

Mais do que apenas acompanhar a evolução do desempenho da nova aquisição, o processo de gerenciamento do período após aquisição do novo ativo ou empresa permite um ciclo de aprendizado contínuo sobre a eficácia do próprio processo.

O aprendizado pode se dar através da absorção de experiências, implementando no processo as melhores práticas aprendidas do mercado e aperfeiçoamentos advindos da experiência da própria empresa em aquisições passadas.

A absorção de melhores práticas do mercado é também conhecida por *benchmarking*. Existem empresas no Brasil e no mundo que realizam estudos sobre fusão e aquisição, fornecendo parâmetros essenciais para a análise e identificação de características dos processos ocorridos. Os parâmetros identificados englobam desde as principais motivações para a realização das aquisições até as dificuldades mais comumente encontradas durante o pós aquisição. No Brasil, por exemplo, um estudo bastante difundido no mercado é realizado pela KPMG e divulgado trimestralmente.

O *benchmarking* é uma prática largamente utilizada para absorção de conhecimentos, independentemente da indústria analisada ou parâmetros avaliados. Entretanto, existem muitas firmas que, independentemente do fato de obter dados relativos de outras empresas similares atuantes no mercado, acreditam que as melhores práticas apenas poderão ser alcançadas através de experiência própria.

Assim, a partir das aquisições realizadas, uma Companhia pode acumular um conjunto precioso de informações a cerca dos processos nas quais esteve

envolvida, gerando um grande banco de dados com informações que podem ser muito úteis em aquisições futuras.

Com este conjunto de informações, a Companhia pode extrair conhecimento suficiente para não incorrer nos mesmos erros cometidos em projetos passados. Esta prática permitirá, no longo prazo, a aproximação dos processos de aquisição de uma estruturação ideal que pode ser implementada com sucesso durante as aquisições.

### 3.9.3

#### A Integração no Pós Aquisição

O processo de integração entre a empresa adquirida e a empresa compradora pode ocorrer de diferentes maneiras, dependendo do grau de interdependência entre as duas empresas e, conseqüentemente, do nível de autonomia que será dado à nova empresa adquirida.

Quanto maior for a interdependência entre as duas Companhias, maiores os recursos compartilhados, e maior o prazo de uma “estabilização” do relacionamento. Assim, estando a maior parte do prêmio de aquisição associada à integração entre as duas empresas, este será alcançado mais tarde no tempo, em comparação com um baixo grau de interdependência, onde os benefícios são imediatos à compra.

A decisão de quanto integrar, ou seja, de qual deve ser o novo grau de interdependência entre as duas empresas, pode ser sintetizada pela figura que segue:

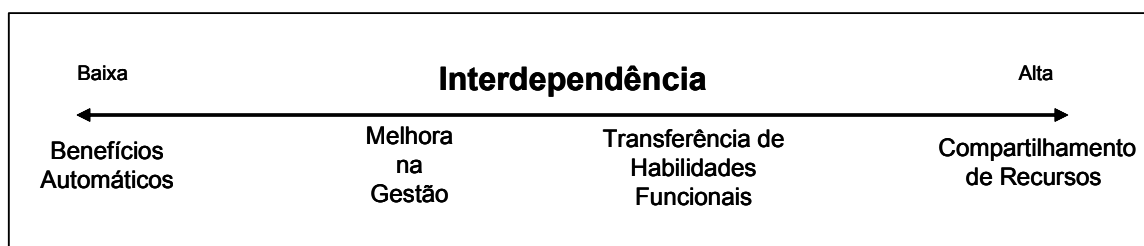


Figura 16 - Nível de Autonomia Organizacional

Fonte: Haspeslagh (2004)

A decisão de controle, ou de qual será o grau de autonomia entre as duas empresas está intimamente ligada ao grau de integração pretendido entre as duas empresas. Consiste em preservar a estrutura cultural existente em um

cenário de alta autonomia ou, no outro extremo, integrar culturalmente as duas empresas. Este ponto de vista pode ser sintetizado pela figura que segue:

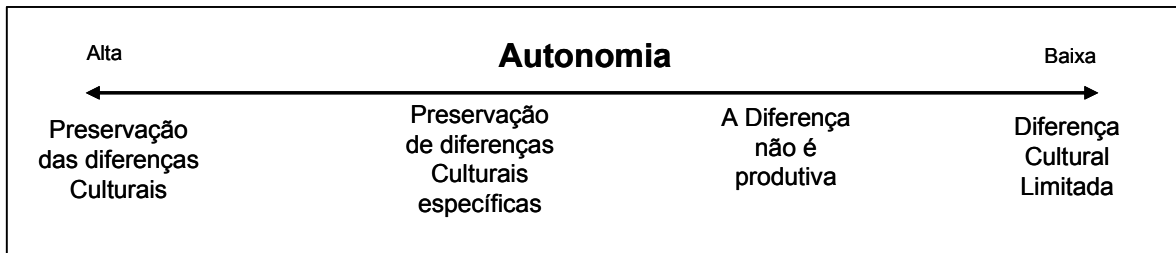


Figura 17 – Grau de Integração Estratégica

Fonte: Haspeslagh (2004)

A escolha entre os níveis de autonomia e interdependência adotados entre as empresas irá depender das características intrínsecas das empresas envolvidas e seus objetivos. Como consequência desta decisão, a abordagem utilizada no processo de integração, segundo Haspeslagh (2004) pode ser dividida em: Preservação, Simbiose e Absorção.

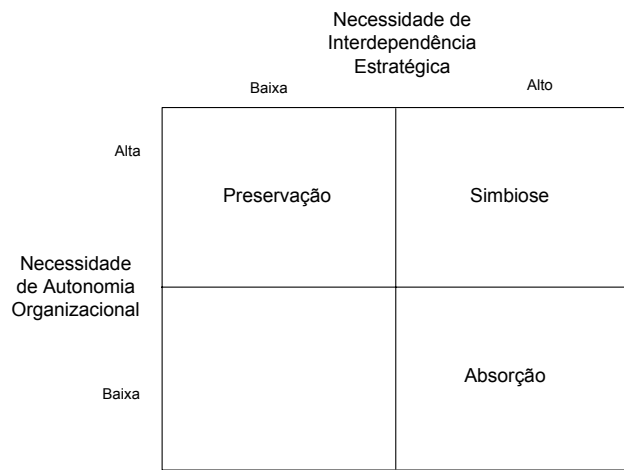


Figura 18 - Tipos de Integração

Fonte: Haspeslagh (2004)

A combinação de uma baixa necessidade de interdependência e uma elevada autonomia leva a um tipo de integração com a preservação das características da empresa adquirida. Neste tipo de integração, os objetivos da empresa adquirida devem ser reafirmados e deve-se evitar mudanças na gerência da Companhia. Para que a aquisição tenha um futuro de sucesso, deve-se nutrir seu desenvolvimento, preservando as fronteiras da firma e comprometendo recursos para sua continuidade.

Uma elevada necessidade de interdependência e baixa autonomia requer uma integração por absorção, onde uma mudança gerencial é imprescindível,

transparecendo a efetivação da transferência do controle da empresa adquirida para a compradora. Este tipo de integração prescinde de uma liderança firme e autoritária para o sucesso. Assim, um plano para aquisição deve ser elaborado, objetivando a racionalização do processo de administração, através da adoção das melhores práticas e aproveitamento das complementaridades.

Já a necessidade de autonomia e interdependência elevada implicam em uma relação simbiótica entre as duas empresas, onde as melhores práticas serão adotadas no novo conjunto. Os objetivos de cada empresa precisam ser redefinidos dentro do novo contexto, havendo uma troca gradual da gerência na empresa adquirida. Isto permitirá uma troca de responsabilidades operacionais por controle estratégico, unindo as duas organizações.

Uma análise que deve ser realizada a priori é a necessidade de integração baseada na perspectiva de “como” as empresas administram pontos específicos no dia a dia de suas operações. Caso a integração de suas atividades sejam cruciais para o desenvolvimento das empresas, e elas possuam uma diferente abordagem para lidar com assuntos semelhantes, é imprescindível encontrar uma solução para que a integração ocorra. Caso a necessidade de se integrar seja baixa, mas existam pontos compatíveis entre as duas, seleciona-se atividades nas quais a integração irá ocorrer. Um quadro considerando as quatro possíveis combinações segue abaixo:

		Decisão de Integração	
		Crucial	Menos Importante
Abordagem das Empresas	Oposta	Resolver	Evitar
	Compatível	Demonstrar	Selecionar

Figura 19 - Priorização na Integração

Fonte: Haspeslagh (2004)

Com o intuito de minimizar as possíveis surpresas que possam advir do processo de gestão, deve se ter clareza que o verdadeiro valor da empresa é proveniente de uma boa gestão dos ativos adquiridos, e não da simples

assinatura do contrato de compra. O alinhamento das fases de avaliação e pós aquisição são essenciais para que não se valore inadequadamente o ativo.

O início de um processo de aquisição é um período conturbado dentro de qualquer empresa. Neste período, as empresas envolvidas esperam mudanças. Mudanças que surgem de diferenças culturais, de tipos de liderança distintas. Fazer uso do poder neste momento, para comunicar com transparência o que está acontecendo, é legítimo e esperado pela força de trabalho.

A integração entre duas empresas é um fator gerador de muitos possíveis conflitos. Podem ser destacados inúmeros exemplos, que vão desde a nova locação e nome para a nova empresa, até a comunhão de uma mesma visão de futuro para o novo negócio.

A integração envolve pessoas. Tanto no processo de avaliação, no convencimento da diretoria, quanto no dia a dia da administração. O comprometimento destas pessoas com o processo de união entre as duas empresas é, talvez, o mais importante aspecto para o sucesso da aquisição e dificilmente é mensurado quando da avaliação do negócio. O comprometimento das pessoas não é um fator responsável por agregar valor na hora da avaliação, por isso é normalmente desconsiderado. Mas pode ser o principal causador de destruição de valor na administração conjunta.

### **3.10**

#### **Fatores Irracionais e o Processo de Decisão**

O processo de avaliação de uma aquisição está permeado de fatores subjetivos, que vão desde a avaliação de possíveis prêmios de aquisição à melhor maneira de gerir os ativos adquiridos.

Apesar disso, a tomada de decisão sobre a aquisição deve ser racional, pautada em critérios objetivos e claros, não estando sujeita à subjetividade por vezes inerente ao processo. Uma vez estabelecido os critérios para decisão, estes devem ser seguidos durante toda negociação. Caso esta regra seja quebrada, abre-se espaço para a destruição de valor.

Segundo citação de Camargos (2000) ao autor Manne (1965), um fator subjetivo que pode ser observado como influente no processo de tomada de decisão está relacionado à disponibilidade de fluxo de caixa da empresa. Quanto maior a disponibilidade de fluxos de caixa livres para os administradores da

empresa, maiores serão os custos de agência incorridos. Maior será a predisposição do administrador em realizar o negócio.