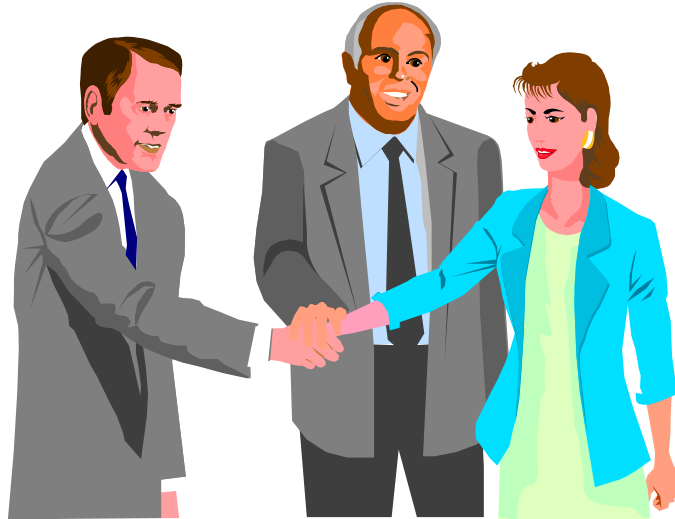


UP-TO-DATE®. ANO I. NÚMERO 30

FUSÕES E AQUISIÇÕES

- ✓ *A estratégia das empresas num cenário competitivo*
- ✓ *Principais métodos de avaliação*



Autora: Maria Izabel Nunes (izabeln@uol.com.br)

→ *Administradora de Empresas graduada pela Universidade Mackenzie*
→ *Analista de Investimentos desde 1991. Fez parte da equipe técnica do Banco Bradesco e recentemente atua na área de Corporate Finance do Banco Bandeirantes de Investimentos – Grupo Caixa Geral de Depósitos*

CAVALCANTE & ASSOCIADOS®

Copyright © 1998 Cavalcante & Associados®
Direitos Reservados. Esta obra não pode ser revendida ou alugada, por qualquer processo, sem o prévio consentimento do autor.

ÍNDICE

Apresentação do Up-To-Date® 30	03
Uma questão de sobrevivência	04
Diversificação: Diluição do Risco	05
Elementos de Análise e Formas de Avaliação	06
Fusão: Aumento da Riqueza?	10
Ágio - Goodwill	10
Critérios para a Negociação	11
Questões para reflexão	12
Caso prático proposto	14
Caso prático resolvido	15

APRESENTAÇÃO DO UP-TO-DATE® 30

Neste **Up-To-Date® 30** mostraremos os principais elementos que envolvem os processos de fusão e aquisição bem como a melhor forma de avaliá-los.

Com a abertura do mercado, o Brasil expôs pela primeira vez seus produtos à competição externa. Num primeiro momento, as empresas (algumas delas com atividades subsidiadas por vários períodos) tiveram que ajustar-se rapidamente para manter seu posicionamento no mercado.

As que possuíam uma situação financeira mais fragilizada não resistiram às mudanças entrando numa situação falimentar ou sendo adquiridas por suas antigas concorrentes.

Dentro deste cenário, o maior desafio é estabelecer a forma correta de se avaliar os efeitos de uma fusão em virtude das dificuldades de se determinar os corretos níveis de sinergia e até definir critérios subjetivos, como por exemplo, a diferença cultural entre duas companhias.

O escopo deste trabalho será dividido em 4 segmentos: Conceito e principais modalidades de Fusões e Aquisições, foco da análise, elementos de avaliação e por fim em que circunstâncias estas operações geram valor para os acionistas das empresas envolvidas.

UMA QUESTÃO DE SOBREVIVÊNCIA

Fusão é o processo através do qual ocorre a aquisição de uma companhia pela outra, sendo que uma delas deixa de existir enquanto pessoa jurídica. Denomina-se consolidação o evento em que as duas empresas são dissolvidas formando uma terceira entidade completamente nova.

A aquisição pode contemplar a compra de participação acionária. Neste caso, a incorporação das atividades pode ou não ocorrer.

Dependendo da estratégia a ser adotada, a fusão poderá ser classificada em:

- ❑ **Horizontal:** Quando a aquisição ocorre entre empresas que possuem o mesmo foco de atuação. Visa, basicamente, aumento de participação de mercado.
- ❑ **Vertical:** Como o próprio nome designa, refere-se a uma aquisição ocorrida entre empresas que se encontram em estágios distintos no processo produtivo. Busca sobretudo, ganho de competitividade;
- ❑ **Congênere:** As empresas envolvidas não atuam no mesmo ramo. Porém pode haver alguma complementaridade em suas linhas a médio e longo prazo. (Ex: Empresa de produtos higiênicos que adquire uma companhia de papel visando uma linha de lenços descartáveis, fraldas, etc.)
- ❑ **Conglomerado:** Envolve a aquisição de participação em companhias com foco de atividades completamente diferentes, objetivando a **diversificação** das atividades.

DIVERSIFICAÇÃO: DILUIÇÃO DO RISCO

Muitas empresas alegam que diversificando seus negócios estão diluindo os potenciais riscos oferecendo aos seus acionistas maior segurança. Este fator pode não ocorrer, pois num grupo um determinado ramo de atividade pode estar passando por uma situação problemática (principalmente se mencionarmos o caso de alguns setores cíclicos como papel e celulose e produtos petroquímicos – que demandam grandes montantes de investimentos que precisam maturar no período correto, ou seja de alta dos preços) levando a sacrifícios de caixa em atividades mais rentáveis proporcionando perdas generalizadas para todas as empresas e principalmente para seus acionistas. Pode-se inferir que num cenário como este, os credores são os mais beneficiados visto que o risco de inadimplência sofre redução significativa.

Algumas estudiosos da área defendem o argumento de que se uma empresa possui excedentes de caixa e que não necessite no curto prazo de uma política de investimentos agressiva, deve distribuir tais recursos a seus acionistas permitindo-lhes a chance de realizar sua própria diversificação de portfólio, escolhendo os setores que achar mais atrativo. Também defende a possibilidade de uma fusão horizontal / vertical que poderá trazer reflexos mais interessantes a nível de rentabilidade da companhia.

ELEMENTOS DE ANÁLISE E FORMAS DE AVALIAÇÃO

Num cenário cada vez mais competitivo, as empresas buscam associar-se a outras companhias objetivando:

Ganhos de escala: No que se refere ao nível extra de produção capaz de promover uma diluição expressiva dos custos fixos da companhia;

Economias operacionais: Visando aproveitamento de centros de distribuição, redução da estrutura administrativa bem como maior poder de barganha junto aos fornecedores;

Economias Financeiras: Uma vez que a nova companhia pode obter recursos de terceiros a custos mais atrativos;

Melhor Gestão: E consequente melhor utilização dos recursos, fazendo com que a companhia apresente bons níveis de rentabilidade;

Redução da competição: Este item é considerável até determinado ponto, visto que a maioria dos países possuem órgãos que disciplinam tais negociações, evitando a formação de monopólios.

Em suma, todos estes aspectos são considerados ganhos para a companhia, ou seja sinergias.

Traduzindo este conceito para a análise financeira, as sinergias são os benefícios gerados pela operação conjunta e que adicionam valor aos fluxos de caixa da companhia adquirida e consequentemente a seus acionistas.

Pode ser traduzida pela seguinte fórmula:

$$\text{Sinergia} = V_{ab} - (V_a + V_b)$$

Onde,

V_{ab} = Valor da empresa combinada

V_a = Valor da empresa "A"

V_b = Valor da empresa "B"

A partir destes conceito, pode-se inferir que o valor de uma fusão é determinado a partir da precificação das companhias envolvidas em sua atual situação adicionado ao valor presente das sinergias que o processo poderá gerar.

Para facilitar o entendimento, mostraremos o seguinte exemplo:

As empresas XPTO e ALL Car são conhecidas empresas do setor de autopeças que resolveram operar de forma conjunta em função da concorrência acirrada de empresas estrangeiras. Em 31/12/97, a situação financeira das empresas era a seguinte:

XPTO		All Car	
Ativo	Passivo	Ativo	Passivo
. Disponível	\$500	. Disponível	\$300
. Realizável a LP	\$600	. Realizável a LP	\$100
. Imobilizado	\$1.000	. Imobilizado	\$800
. Total	\$2.100	. Total	\$1.200
		. Dívidas CP	\$200
		. Dívidas LP	\$300
		. PL	\$1.600
		. Total	\$2.100
		. Dívidas CP	\$50
		. Dívidas LP	\$450
		. PL	\$700
		. Total	\$1.200

- A dívida representa 24% ($\$500 / \2.100) da estrutura de capital e possui um custo médio de 15%.
- CAPM, ou custo do capital próprio é de 20%, logo o custo médio ponderado de capital - CMPC é de 18,8% ($\$500 / \$2.100 \times 0,15 + \$1.600 / \$2.100 \times 0,20$).
- A dívida representa 42% ($\$500 / \1.200) da estrutura de capital e possui um custo médio de 10%
- CAPM, ou custo de capital próprio é de 15%, logo o custo médio ponderado de capital -CMPC é de 12,9% ($\$500 / \$2.100 \times 0,10 + \$1.600 / \$2.100 \times 0,15$).

De acordo com estudos preliminares, determinou-se que mantendo as suas atuais condições operacionais, a Cia XPTO possui uma capacidade de geração de caixa operacional de \$10.000/ano e a All Car de \$6.000/ano. Através de estudos, verificou-se que a All Car possui alguns prejuízos fiscais a serem aproveitados, possibilidade de redução de custos através da redução de suas despesas operacionais a níveis próximos do setor e complementação das linhas da XPTO através de pequenos investimentos em seu parque industrial.

Em resumo, temos os seguintes itens:

	Valor dos Fluxos de caixa operacionais/ano	Taxa de desconto	Valor do negócio
XPTO	\$10.000	18,8% (CMPC da XPTO)	\$53.191 ($\$10.000 / 0,188$)
All Car	\$6.000	12,9% (CMPC da All Car)	\$46.511 ($\$6.000 / 0,129$)
Valor das empresas combinadas	\$16.000	-	\$99.702 ($\$53.191 + \46.511)
Ganhos Fiscais	\$1.500	20,0% (CCP da XPTO)	\$7.500 ($\$1.500 / 0,20$)
Ganhos operacionais	\$3.000	15,0% (CCP da All Car)	\$20.000 ($\$3.000 / 0,15$)
Valor das sinergias	\$4.500		\$27.500 ($\$7.500 + \20.000)
Valor da fusão	\$20.500		\$127.202 ($\$99.702 + \27.500)

Obs: a título de simplificação supomos que os fluxos são uma constante, portanto, nos baseamos no conceito de perpetuidade

É importante fazer uma ressalva no que se refere à taxa de desconto:

Para a avaliação das empresas, sem nenhum ajuste, é necessário utilizar as taxas de desconto que dizem respeito a sua própria estrutura de capital.

Já no que se refere às sinergias, no caso dos prejuízos fiscais e dos ganhos operacionais, eles deverão ser descontados pelo custo do capital próprio de suas empresas.

USO DE MÚLTIPLOS

É importante lembrar que uma avaliação por múltiplos pode ser utilizada como ferramenta auxiliar a esta análise, pois vincula alguns índices de rentabilidade da empresa comparativamente ao valor obtido, fornecendo argumentos bastante interessantes para a negociação.

No exemplo acima, suponhamos que os níveis médios de rentabilidade da companhia combinada atinjam os seguintes patamares no 1º ano de operação:

Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA)*	\$15.000
Lucro Líquido	\$9.900

*Pode ser utilizado como indicativo de geração operacional de caixa

Com isto, poderemos obter os seguintes múltiplos

Nomenclatura	Fórmula	Cálculo
P/L	Relação Preço por ação/lucro por ação ou valor de mercado sobre lucro líquido. Indica em quantos anos o investimento trará retorno	Valor da fusão/lucro líquido = $\$99.702/\9.900 = 10,1 anos
VM/LAJIDA	Valor de mercado/LAJIDA. Indica a que níveis uma empresa está sendo comercializada comparativamente a sua geração de caixa operacional	Valor da fusão/LAJIDA = $\$99.702/\15.000 = 6,6 vezes

Suponhamos que tivéssemos realizado algumas análises sobre algumas aquisições recentemente realizadas no mercado, com empresas com características operacionais similares, o que nos permitiu obter algumas médias

P/L	7,0 anos
VM/LAJIDA	5,0 vezes

Se tomarmos como parâmetro o aspecto de geração de caixa (preço de avaliação x média de preços do mercado), vemos que existe um espaço de negociação do preço final de aproximadamente 24% $[(6,6 - 5,0) / 6,6]$.

Obs: Utilizamos o LAJIDA pois o lucro líquido é altamente influenciado por questões contábeis que não necessariamente podem ser traduzidos em caixa para a companhia. Outro ponto desfavorável ao lucro líquido refere-se à sua contaminação por resultados não operacionais (muitas vezes não recorrentes) que podem provocar um distorção no múltiplo.

FUSÃO: AUMENTO DE RIQUEZA?

Partindo do conceito de que toda fusão/aquisição só tem sentido se produzir alguma sinergia, logo podemos concluir que a empresa combinada terá potencial de lucro muito superior em relação às companhias originais.

Muitas vezes isto não ocorre, pois no curto prazo existem uma série de ajustes a serem realizados em termos de reestruturação que trazem reflexos negativos nos fluxos de curto prazo que possuem peso mais significativo a título de desconto a valor presente.

Outro ponto que merece ressalva é a situação financeira dos participantes do processo. Se uma das empresas encontra-se com uma situação financeira fragilizada, os maiores beneficiados com a fusão certamente serão os credores que terão seu risco de insolvência bastante reduzido. Como visto anteriormente, a necessidade de ajustes imediatos não serão benéficos aos acionistas.

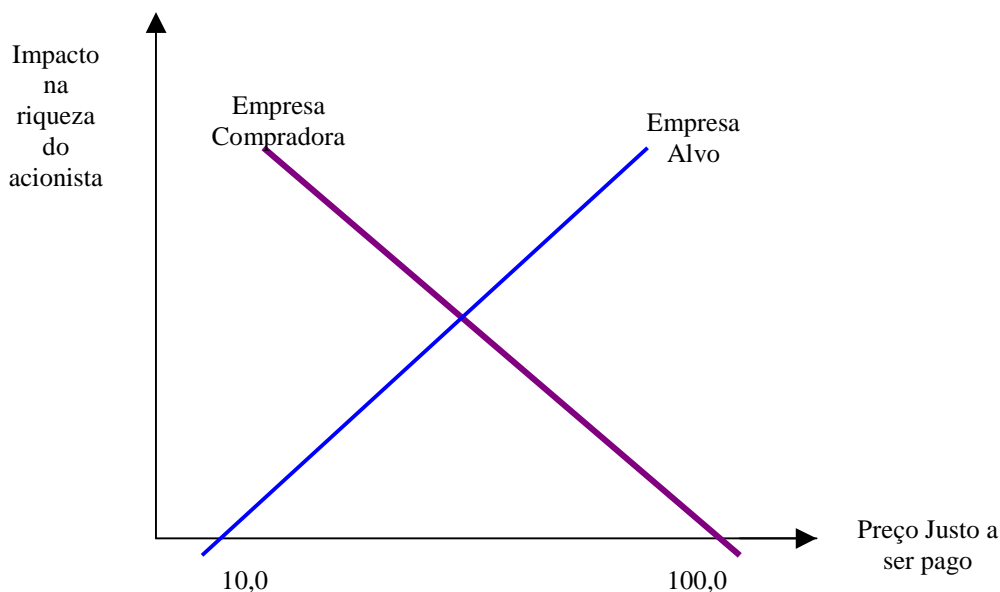
ÁGIO – GOODWILL

Determina-se o ágio ou “goodwill” quando uma participação em uma empresa é adquirida acima de seu valor justo. Este procedimento se justifica quando o processo está fundamentado em alguma razão estratégica, principalmente em função de razões competitivas. Vale mencionar que no caso brasileiro, o ágio pode ser amortizado por um período de 10 anos. Apesar de provocar uma redução nos níveis de rentabilidade, contribui de forma benéfica para o caixa da companhia pois é dedutível para fins de imposto de renda.

CRITÉRIOS DE NEGOCIAÇÃO

Visando manter ou agregar valor para os acionistas das empresas envolvidas no processo, alguns itens têm que ser verificados no momento da aquisição:

1. Se não existem sinergias, o valor máximo a ser pago por uma empresa é seu preço justo. Portanto pode-se concluir que quanto maiores forem os ganhos, maiores serão os ágios auferidos.
2. Manter a operação em sigilo para que outros interessados não façam suas propostas provocando a elevação dos preços negociados. Em caso de necessidades estratégicas pode fazer com que se pago um prêmio além do desejado e que conseqüentemente prejudique os acionistas da empresa.



No exemplo acima, a Empresa Alvo, mantendo suas condições operacionais normais, foi avaliada em \$10,00. Qualquer aquisição ocorrida *abaixo* deste preço seria prejudicial aos seus acionistas.

No caso da Empresa Compradora que vislumbra uma série de sinergias com a aquisição acredita que poderá pagar no máximo pelo controle da Empresa Alvo o valor de \$ 100,00. O pagamento acima destes patamares destruiria valor para os detentores de ações da Empresa Compradora.

Logo pode-se deduzir que o intervalo existente entre \$10,00 e \$100,00 configura na *margem de negociação*.

QUESTÕES PARA REFLEXÃO

1. Quais os tipos de fusão que podem ocorrer? Qual deles foi mais comum no caso brasileiro na década de 90?

R.: No passado (décadas de 70 e 80), privilegiou-se a verticalização acreditando-se que esta proporcionaria ganhos de custos excepcionais nas companhias. Este conceito gerou também a diversificação com a empresa transformando-se num conglomerado na perspectiva de poder controlar todas as variáveis dentro de seu mercado de atuação. Ocorre porém que o efeito obtido foi o inverso. Muitas vezes, por não ser especialista no ramo, a empresa não conseguia manter estas atividades ajustadas ao processo produtivo como um todo. (A capacidade de determinados itens poderia não estar coerente, não atendendo à exigência do mercado com os excessos de demanda ou muitas vezes mantendo uma determinada unidade com uma ociosidade grande e com elevados custos fixos). No caso da diversificação, os efeitos poderiam ser mais desastrosos. Novamente a não especialização no segmento e a ocorrência de fatores macroeconômicos adversos levavam a uma sangria de capital do processo produtivo para os outros investimentos gerando prejuízos irreparáveis no grupo. No início da década de 90, iniciou-se uma profunda reestruturação das empresas visando a concentração das atividades em seu ramo de negócios ou “core business”.

Com isto, as fusões atualmente são horizontais, visando principalmente ganho de mercado.

2. A KVA é uma empresa que atua no segmento de distribuição de energia elétrica e encontra-se num mercado relativamente maduro, com bons níveis de atendimento à população. Nos últimos anos, seus investimentos vêm sendo integralmente direcionados para a manutenção da capacidade instalada. Com isto, vem apresentando elevados níveis de geração de caixa e uma política de dividendos bastante generosa com seus acionistas. Recentemente, a empresa de gás do Estado foi privatizada e a KVA adquiriu a totalidade de seu controle com um ágio de 10% (Uma análise de múltiplos indica que a compra foi efetuada de acordo com a média do setor que sinalizava um VM/LAJIDA de 5 vezes). A aquisição foi financiada de forma igualitária com capital próprio e de terceiros. Em fato relevante divulgado à imprensa, a empresa alegou uma necessidade de diversificar seus investimentos uma vez que a Cia. de Gás também apresenta boa performance. Com isto, alegou que estava criando riqueza para seus acionistas. Comente esta argumentação.

R. A afirmação acima pode ter várias interpretações:

O fato da empresa direcionar suas aplicações para aquisição de participação no capital de outra companhia não é necessariamente problemática desde que esta seja rentável e possua uma estrutura de capital auto sustentável (ou seja, possua uma estrutura de financiamentos equilibrada a custos competitivos e boa geração de caixa que suporte os investimentos a serem efetuados, sem a necessidade de estar recorrendo a constantes aportes de recursos da controladora).

Dentro destas circunstâncias, poderá ser até um fator positivo pois os lucros gerados beneficiarão os resultados da controladora . É importante frisar que a empresa adquirida também poderá gerar dividendos.

Visão da autora: A Cia. de Gás não é estratégica para a KVA que pagou um ágio para a aquisição destas atividades (mesmo estando dentro dos parâmetros de mercado, a princípio destruiu valor para seus acionistas). Outro ponto negativo foi a contratação de empréstimos de longo prazo para esta finalidade. Mesmo sendo realizado a custos atrativos e com o intuito de não esgotar o caixa da empresa, a capacidade de endividamento desta fica diminuída caso necessite realizar empreendimentos relevantes no que se refere à sua própria atividade operacional.

Não se deve desconsiderar a questão de ajustes internos bem como a necessidade de recursos da controlada em fazer investimentos (a Cia. de Gás ainda está em expansão), o que poderá demandar constantes aportes de capital da KVA, consumindo o seu caixa e até mesmo aumentando o seu endividamento.

Pelo exposto, acredito que tal aquisição não é benéfica aos acionistas da KVA, que seriam melhor remunerados com os dividendos ou com a aquisição pela KVA de outras empresas do setor elétrico.

CASO PRÁTICO

A tradicional produtora de colchões Sono Leve S.A. teve uma grande oportunidade: adquirir a sua maior concorrente Colchões Pluma. A decisão da venda ocorreu uma vez que os herdeiros da empresa não possuíam nenhuma vocação para o negócio e foram orientados a alienar sua participação enquanto a empresa era rentável e não possuía endividamento. Após a conclusão das conversações e como se tratavam de duas companhias de capital aberto, houve a publicação de um fato relevante com as características da operação:

Dados baseados nas informações de mercado	Sono Leve (antes da fusão)	Colchões Pluma (antes da Fusão)	New Co. (pós fusão)
Nº total de ações	100	100	140 (100 + 100/2,5) (1)
Lucro Líquido do período	\$100	\$50	\$150 (\$100 + \$50)
Lucro por ação (LPA)	\$1 (\$100/100)	\$0,50 (\$50/100)	\$1,07 (\$150/140)
Última Cotação	\$25	\$10	Não aplicável
Valor de mercado (Qtde de ações x Última Cotação)	\$2.500 (100x\$25)	\$1.000 (100x\$10)	Não aplicável
P/L (pelo valor de mercado) = (Vlr de Mercado/Lucro Líquido)	25 anos (\$2.500/\$100)	20 anos (\$1.000/\$50)	Não aplicável

Dados de acordo com as projeções econômico financeiras	Sono Leve (antes da fusão)	Colchões Pluma (antes da Fusão)	New Co. (pós fusão)
Valor de avaliação	\$5.000	\$2.000	\$7.000 (\$5.000 + \$2.000)
Preço justo (Valor de avaliação/Qtde. de ações)	\$50	\$20	\$50 (\$7.000/140)
P/L (de acordo com o valor de avaliação) = (Vlr. de avaliação/Lucro Líquido)	50 anos (\$5.000/\$100)	40 anos (\$2.000/\$50)	46,7 anos (\$7.000/\$150)
Relação de troca das ações	-	-	(1) Através de uma proporção entre os preços justos da Sono Leve e da Colchões Pluma, deduz-se que a relação de troca é de 2,5 ações da Colchões Pluma para cada 1 da Sono Leve (\$5.000/2.000)

No dia posterior à divulgação destes eventos, as ações da New Co. passaram a ser negociadas em Bolsa de Valores ao preço de \$60,00 lote de mil ações. No mercado, corre um forte boato de que o potencial de valorização poderá ser de até 50% em virtude das sinergias obtidas. Você é um analista de investimentos que foi solicitado por seu administrador de recursos, interessado em saber se esta informação é consistente, para poder iniciar a compra de seus papéis. Qual seria seu parecer?

SOLUÇÃO

Observando atentamente os dados do FATO RELEVANTE, o analista percebeu que a realização desta fusão ocorreu em virtude de seu caráter estratégico, pois o valor econômico da New Co é traduzido apenas pelo somatório dos valores das empresas envolvidas, o que nos faz deduzir que o valor presente das sinergias obtidas é praticamente anulado pelo valor presente dos custos de reestruturação (é importante lembrar que a Colchões Pluma, apesar de lucrativa estava passando por um processo sucessório complicado, onde, geralmente, questões estratégicas como ganhos de produtividade, investimentos, etc., costumam ser postergados).

Outro ponto observado pelo analista é que este processo envolve a venda de **controle** que, por razões conceituais, tem que possuir um valor superior à posição do acionista minoritário.

Dentro deste cenário, este analista deveria orientar seu administrador a **não** adquirir ações da New Co. visto que o movimento de alta é **inconsistente**.