

FUSÕES E AQUISIÇÕES: SINERGIA E CRIAÇÃO DE VALOR



- Principais Vantagens
- Principais fontes de sinergia
- Principais cuidados

Francisco Cavalcante (francisco@fcavalcante.com.br)

- Sócio-Diretor da Cavalcante & Associados, empresa especializada na elaboração de sistemas financeiros nas áreas de projeções financeiras, preços, fluxo de caixa e avaliação de projetos. A Cavalcante & Associados também elabora projetos de capitalização de empresas, assessora na obtenção de recursos estáveis, além de compra e venda de participações acionárias.

Rodrigo Pasin (rpasin@uol.com.br)

- Consultor da Cavalcante & Associados, especialista nas áreas de fusões e aquisições, avaliação de empresas, finanças corporativas e mercado de capitais.
- Mestre em Administração, na área de finanças, pela FEA/USP.
- Co-autor do livro "Avaliação de Empresas: um guia para Fusões & Aquisições e Gestão de Valor", editado pela Pearson Education/Financial Times/Valor Econômico, em 2005

ÍNDICE

FUSÕES E AQUISIÇÕES: SINERGIA E CRIAÇÃO DE VALOR.....	3
--	----------

FUSÕES E AQUISIÇÕES: SINERGIA E CRIAÇÃO DE VALOR

Este Up-To-Date® foi baseado no livro Avaliação de Empresas dos autores Francisco Cavalcante , Rodrigo Pasin e Roy Martelanc, livro que recomendamos pela sua abrangência e profundidade na abordagem do tema avaliação de empresas

FUSÕES E AQUISIÇÕES: SINERGIA E CRIAÇÃO DE VALOR

Notícias recentemente veiculadas pela mídia especializada mostram grande crescimento de fusões e aquisições em 2006 além de registrarem o interesse crescente de empresas estrangeiras expandiram suas aquisições de participações controladoras.

Neste contexto, destacamos neste **Up-To-Date®** algumas considerações a respeito de fusões e aquisições, sinergia e criação de valor.

De modo geral, no dia do anúncio de uma fusão ou aquisição, o mercado pré-avalia o impacto da aquisição na lucratividade futura da empresa. No entanto, os resultados reais podem ir ao encontro das percepções do mercado, superar essas percepções, mostrando que a transação de fato valeu a pena, ou ser inferiores a elas. A qualidade e a rapidez na integração entre as empresas será fator determinante do sucesso ou insucesso de uma transação deste tipo. Os balanços futuros mostrarão como isso ocorreu, e o mercado acionário saberá reconhecer as transações criadoras de valor, assim como as destruidoras. È

UP-TO-DATE® - Nº 451 – FUSÕES E AQUISIÇÕES: SINERGIA E CRIAÇÃO DE VALOR

consenso entre os profissionais da área que as fusões e aquisições precisam ocorrer em função de uma estratégia de crescimento baseada no valor que essas transações vão agregar, e não apenas no crescimento em si.

Para evitar pagar caro demais por uma aquisição, as principais salvaguardas são:

- Dispor da maior quantidade possível de informações confiáveis.
- Checar se o potencial de mercado da empresa considerada é realista e factível.
- Ter consciência de que novas informações podem influenciar no valor de uma empresa e de que uma avaliação não é eterna. Eventualmente, uma transação pode não ter ocorrido no passado por um valor que não foi aceito pelos vendedores, mas será se, após um ano, a empresa apresentou melhorias em seus resultados que poderiam agora justificar o valor outrora pedido.
- Evitar que critérios subjetivos, como vaidade e ambição pelo poder, sejam a principal força motriz de uma aquisição.
- Analisar o impacto da empresa-alvo na estratégia da empresa.
- Projetar a sinergia com um nível de abertura significativo e se certificar de que esta não foi superavaliada.
- Não se impressionar demais com boatos sobre lances feitos por outros interessados na empresa.
- Não se esquecer do valor da empresa as it is, ou seja, do valor da empresa no cenário-base.
- Contar com o apoio de consultores especializados.

Embora muitas aquisições não apresentem resultados positivos, diversos estudos apontam para o fato de que as fusões e aquisições

geram bons resultados para os envolvidos e podem também ser muito lucrativas, não só para as empresas vendedoras como também para as compradoras. O importante é não se esquecer do pecado capital, ou seja, não pagar caro demais. Na prática, grande parte da sinergia deve ficar com o comprador, que terá o trabalho de gerá-la e deve, em condições normais, ser seu principal beneficiário.

Além da sinergia, a aquisição pode ser vantajosa para o comprador que encontra um alvo subavaliado. Isso pode ocorrer quando a *empresa-alvo é gerida de maneira ineficiente* e o comprador tem capacidade e know-how para torná-la eficiente. Também acontece de os consultores do vendedor, por desconhecimento mercadológico, chegarem a um valor inferior ao de mercado (na prática, é mais comum o inverso). Em 99% desses casos o valor considerado seria corrigido pela existência de diversas ofertas de compra, algumas com valores elevados. Como o mercado tem a sua eficiência, é raro encontrar um negócio seriamente subavaliado. Assim, se achar o preço de compra da empresa-alvo muito baixo, desconfie e a analise com mais profundidade. Pode haver alguma situação concreta e desconhecida que desvaloriza a empresa, por exemplo, responsabilidades inerentes a um processo judicial em curso, volume grande de clientes de cobrança duvidosa e perda iminente de um cliente ou mercado importante.

AS FUSÕES E AQUISIÇÕES

Normalmente, uma fusão ou aquisição tem como principal finalidade resolver deficiências ou carências em termos mercadológicos, tecnológicos ou de talentos para a gestão do negócio.

As principais vantagens e motivos da ocorrência desse tipo de transação são:

UP-TO-DATE® - Nº 451 – FUSÕES E AQUISIÇÕES: SINERGIA E CRIAÇÃO DE VALOR

- Ganhos com economia de escala e outras formas de sinergia.
- Viabilização da expansão em prazo mais curto, redução do custo da expansão e diminuição dos prazos de implantação e dos riscos de uma nova linha de produtos.
- Redução dos riscos inerentes ao desenvolvimento interno de novos projetos ou produtos ou à montagem de estabelecimentos próprios em novos segmentos de mercado. Em vez de se construir uma fábrica, comprar máquinas, desenvolver produtos e correr atrás dos clientes, compra-se uma empresa em pleno funcionamento.
- Obtenção de patente ou licença para fabricar ou comercializar um novo produto.
- Aumento do poder de mercado diante de clientes, distribuidores e fornecedores.
- Remoção de um concorrente potencial.
- Remoção de barreiras à entrada em novos mercados.
- Garantia de novos canais de distribuição e utilização de bases já instaladas.
- Entrada em novos mercados e novas indústrias — é a forma mais rápida de entrar em novos mercados e indústrias; pode proporcionar o tamanho ideal para o novo entrante, assim como agilizar a expansão geográfica, por meio de marcas regionais e capacidade de produção local.
- Remoção de administradores ineficientes.
- Utilização de fundos em excesso, de um lado, e levantamento de fundos, de outro.
- Obtenção de vantagens fiscais.

- Internalização das funções — em caso de transações verticais, proporciona redução dos custos de transação.
- Diversificação do risco — várias empresas juntas, em setores ou mercados diferentes, reduzem o risco do grupo e a volatilidade das receitas.

A EFICIÊNCIA DAS EMPRESAS E A SINERGIA

A teoria de eficiência, que leva em conta a sinergia, é a que mais merece destaque por parte dos pesquisadores. Vamos destacar abaixo os possíveis benefícios decorrentes da sinergia e o aumento do valor das empresas em função do aproveitamento dessa sinergia.

As fusões e aquisições são formas de melhorar o desempenho da administração ou de alcançar algum tipo de sinergia, aumentando, assim, a eficiência da economia como um todo. Acredita-se que, quando uma empresa eficiente adquire outra não tão eficiente, essa eficiência é passada de uma para outra, o que aumenta o nível de eficiência da empresa comprada. E, quando uma empresa possui certa eficiência em determinado aspecto e é adquirida, pode aumentar o nível de eficiência da empresa compradora.

Geralmente, as fontes de sinergia são maiores nas transações horizontais, ou seja, naquelas que envolvem empresas do mesmo setor. Isso porque a similaridade das tarefas, dos procedimentos e das normas é muito grande e os departamentos exercem funções bastante semelhantes, o que faz que existam enormes possibilidades de redução de despesas. As principais fontes de sinergia entre empresas são:

- Aumento de receitas.
- Redução de custos e despesas.

- Benefícios fiscais
- Redução do custo de capital.

1) Sinergia decorrente do aumento de receitas

Essa fonte de sinergia se refere à possibilidade de a soma das receitas da empresa combinada ser maior do que as receitas das empresas separadas. O aumento das receitas pode estar ligado a fatores como:

- Maior poder de mercado.
- Complementaridade do mix de produtos e da tecnologia.
- Aperfeiçoamento da rede de distribuição.
- Melhoria da linha de produtos, se esta era desequilibrada.
- Ganho de uma marca e exploração de outras tratadas até então com deficiência.
- Melhor posicionamento dos produtos.
- Aperfeiçoamento da propaganda.
- Benefícios estratégicos.

2) Sinergia decorrente da redução de custos e despesas

Essa fonte de sinergia se refere à possibilidade de a empresa conjugada poder operar de maneira mais eficiente do que as duas empresas separadamente. Pode-se conseguir um aumento de eficiência operacional de várias maneiras diferentes, devido a fatores como:

- ***Economias de escala.*** Podem ser oriundas de um maior porte, de mais poder de negociação e barganha, da diluição dos custos fixos por uma produção e um faturamento maiores, da incorporação de novas tecnologias e de melhorias no processo de produção (menores custos de produção por

unidade decorrentes da existência de maiores lotes de produção). A economia deriva do compartilhamento de serviços centralizados como gestão administrativa, marketing, controladoria, tesouraria, produção, pesquisa e desenvolvimento de produtos, transportes, recursos humanos e alta administração.

- ***Economias de integração vertical.*** Simplificam a administração da integração operacional entre os elos da cadeia produtiva, reduzindo os custos de transação. Podem ser para trás, com a aquisição de fornecedores, ou para a frente, com a aquisição de clientes (normalmente distribuidores ou varejistas).
- ***Utilização de recursos complementares.*** Permite a redução de custos quando se aproveita o que há de melhor em cada empresa. Assim, de uma empresa pode ficar o presidente e, de outra, determinado departamento; de uma pode-se aproveitar uma inovação de produto e, de outra, a escala de produção e distribuição.
- ***Transferência de tecnologia entre empresas.*** Agiliza a fabricação dos produtos e reduz os custos, aumentando a produtividade das empresas envolvidas.

3) Sinergia decorrente de benefícios fiscais

Os ganhos fiscais ocorrem quando a empresa combinada se beneficia com a redução dos impostos pagos. Os ganhos fiscais podem ocorrer pelo uso de prejuízos fiscais e diferimento de pagamento de imposto de renda e por um possível melhor planejamento fiscal/tributário, que pode ocorrer com o retardo ou o impedimento do fato gerador do imposto.

UP-TO-DATE® - Nº 451 – FUSÕES E AQUISIÇÕES: SINERGIA E CRIAÇÃO DE VALOR

O melhor planejamento fiscal e tributário está ligado a uma análise completa da situação da empresa adquirida. Muitas vezes, tal empresa apresenta créditos fiscais e tributários ocultos dos quais nem ela tem conhecimento e que são descobertos em diligências e auditorias realizadas por assessores e empresas de consultoria contratados pelos adquirentes.

4) Sinergia decorrente da redução do custo de capital

O custo de capital da empresa conjugada pode ser menor do que o das empresas separadas, o que diminui as despesas financeiras. Tal diminuição depende da percepção de um menor nível de risco das empresas, que se tornam maiores e passam a ser consideradas bem-sucedidas. Também pode advir da mudança do perfil do endividamento delas. No entanto, esse benefício dificilmente aparece no primeiro ano, quando os empréstimos, em geral, já estão contratados com prazos e taxas definidos.