

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**FUSÕES & AQUISIÇÕES :
Motivações, Estratégias e Negociações**

André Monteiro de Pamplona Côte-Real

Número de matrícula: 9714074

Orientador: José Henrique Tinoco

Dezembro 2000

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**FUSÕES & AQUISIÇÕES :
Motivações, Estratégias e Negociações**

André Monteiro de Pamplona Côrte-Real
Número de matrícula: 9714074

Orientador: José Henrique Tinoco

Dezembro 2000

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”.

ÍNDICE

Introdução.....	6
I. Cenário Histórico e a Regulação das Fusões e Aquisições.....	9
II. Leituras em Fusões e Aquisições.....	14
II.1. Formas de Fusões e Aquisições.....	14
II.1.1. Expansão.....	15
II.1.2. Liquidações.....	17
II.1.3. Controle Corporativo.....	18
II.1.4. Mudanças na Estrutura de Capital.....	20
II.2. Motivos para uma Fusão.....	22
II.3. Avaliação da Aquisição.....	26
II.3.1. Valor.....	27
II.3.2. Variáveis que Influenciam no Processo.....	28
II.3.3. Técnicas de Avaliação.....	30
II.3.4. Custo de Capital.....	37
III. Razões para se Adquirir/Vender uma Empresa e Negociações.....	38
III.1. Razões para se Adquirir uma Empresa.....	38
III.2. Razões para se Vender uma Empresa.....	41
III.3. Abordagem de Negociação entre Comprador e Vendedor.....	44

IV. Conclusão.....	49
V. Bibliografia.....	51

Introdução :

Fusões e aquisições constituem um dos meios mais comuns de entrada em novos mercados, e desempenham papel central em toda formulação da estratégia corporativa. As fusões podem agregar valor. Elas conseguem isso quando permitem que as capacidades diferenciadoras sejam exploradas mais amplamente, ou de forma mais eficaz. Uma revisão do desempenho de muitas fusões sugere que o efeito no desempenho é muitas vezes mais negativo do que benéfico. Isso acontece porque essa atividade corporativa não está baseada em uma visão clara da capacidade diferenciadora da empresa e na identificação dos mercados nos quais aquela capacidade é mais eficazmente aplicada, mas resulta de objetivos financeiros - a busca de um portfólio de negócios equilibrado ou diversificado - ou simplesmente a emoção da disputa.

As fusões são justificadas até o ponto em que agregam valor: trazem novos mercados, novos produtos, clientes importantes, força de trabalho dotada de algumas tecnologias ainda não detidas. Valor é agregado se capacidades diferenciadoras ou ativos estratégicos forem explorados de forma mais efetiva. As fusões e as aquisições podem ser meios de entrada em um novo mercado em que uma capacidade diferenciadora estabelecida não tenha sido ainda utilizada.

As fusões podem ainda agregar valor se as capacidades diferenciadoras das duas empresas forem complementares. A empresa nacional tem reputação local mas falha ao maximizar seu valor porque tem dificuldade em estender essa reputação aos clientes internacionais. A empresa internacional é bem conhecida por seus clientes internacionais, mas somente pode extrair valor daquela reputação no mercado local se puder atrair os melhores profissionais locais, as reputações aumentam o valor de cada uma. Finalmente, algumas vezes uma

aquisição pode agregar valor se uma empresa tem ativos que são complementares a alguma vantagem competitiva detida pela outra.

A fusão pode criar ou valorizar os ativos estratégicos bem como as capacidades diferenciadoras. As aquisições podem sustentar a exclusividade ou manter o valor de uma vantagem competitiva, se inibirem entradas.

As manchetes de jornais atualmente mostram diversas operações de fusões e aquisições. No Brasil, é uma corrente que teve início na década de 90, devido à abertura de mercado iniciada nesta época. Estas operações foram responsáveis pela sobrevivência de muitas empresas no país. Além disso, o movimento das privatizações representa uma fatia significativa deste mercado.

Não existe uma teoria geral explicativa das fusões, por tratar-se de um assunto complexo, que envolve variáveis muitas vezes subjetivas e singulares para cada tipo de operação. Devem ser considerados aspectos financeiros, fiscais, legais, contabilísticos e estratégicos, entre outros.

As formas de fusões e aquisições estão ligadas aos objetivos que as empresas envolvidas almejam. Estas operações podem ser de expansão, liquidação, controle corporativo e mudanças na estrutura de acionistas e/ou proprietários, como definem Weston, Chung e Hoag¹.

Foi a partir deste objetivo que surgiu a motivação para escrever sobre o tema. O que leva as empresas se interessarem em outras, quais são as motivações ou razões para se adquirir uma empresa e, por outro lado, tendo em vista uma clara tendência de formação de grandes

¹Weston, J.Fred; Chung, Kwang S.; Hoag, Susan E.; “Mergers, Restructuring and Corporate Control”, Prentice Hall, New Jersey, USA, 1990, 1st edition.

grupos verificado desde o início deste ano no Brasil, torna-se, a meu ver, fundamental e relevante o estudo deste assunto que tornou-se tão atual.

Neste trabalho, serão introduzidos alguns conceitos de fusões e aquisições, como os tipos de fusões e seus objetivos, os atrativos das operações de fusão, a estratégia envolvida, conceitos de valor, métodos de avaliação e critérios de decisão.

O primeiro capítulo faz uma breve atualização do contexto histórico das Fusões & Aquisições.

O segundo capítulo trata da fundamentação teórica de fusões e aquisições, onde serão apresentadas as formas de fusões encontradas no mercado, os motivos que levam às operações desta natureza.

O terceiro capítulo refere-se para as principais metodologias existentes, com destaque especial para a metodologia de fluxo de caixa descontado.

O quarto capítulo trata-se das razões para se adquirir ou para se vender uma empresa, e toda a negociação envolvida neste processo.

O quinto capítulo é a conclusão do trabalho, pretende-se aqui reforçar a importância das aquisições e fusões como ferramentas extremamente úteis nas estratégias de expansão empresarial.

I. CENÁRIO HISTÓRICO E A REGULAÇÃO DAS FUSÕES & AQUISIÇÕES

O primeiro crescimento rápido das fusões aconteceu na década de 1920, quando o desenvolvimento das técnicas de produção em massa criou a moderna organização industrial. Até então, as maiores empresas nas economias europeias eram, em geral, as estradas de ferro ou os bancos.

As atividades de fusões foram também intensas nos Estados Unidos. A economia americana assistiu a quatro ondas de aquisições: a primeira na virada do século, a segunda na década de 20, a terceira nos anos 60 e a quarta nos anos 80. A primeira onda cobriu o período de 1897 a 1904 e apresentou seu pico em 1899, com aproximadamente 1.200 firmas envolvidas.

Esta onda é caracterizada por aquisições horizontais que muitas vezes resultaram em monopólios ou em estruturas industriais monopolistas. Grandes corporações como DuPont, American Tobacco, US Steel e International Harvester formaram-se neste período.

O desenvolvimento da infra-estrutura, nomeadamente, das redes de ferrovias permitiram que firmas regionais competissem nos mercados nacionais. Melhores comunicações e administradores especializados ajudaram firmas a procurarem a expansão. Este crescimento foi financiado por banqueiros agressivos, que ajudavam e reestruturaram firmas falidas transformando-as em um pequeno número de grandes e mais lucrativas empresas.

A segunda onda apresentou alto nível de atividade durante os anos 1924-1930, e seu pico foi em 1929, com mais de 1250 operações, aparentemente um volume superior ao de 1899.

Aproximadamente 70% das aquisições foram horizontais, contudo surgem, neste período, relativas transações verticais.

Como na primeira onda, os investimentos dos banqueiros tiveram um papel importante provendo o capital necessário para financiar os negócios. As companhias que expandiram-se pelo processo de aquisições, foram capazes de tirar vantagem das economias de escala.

O terceiro período começou por volta de 1965. O crescimento continuou até 1968, quando mais de 2.500 companhias foram adquiridas, envolvendo cerca de US\$ 20 bilhões. Onze das maiores 25 companhias na década de 60 adquiriram mais de 500 empresas entre 1961-1968, que representavam mais de 92% dos ativos das firmas adquiridas naquele período.

Esta fase é conhecida como a era dos conglomerados (combinação que não é vertical nem horizontal) seguida por um período de novas leis de antitrust. Algumas combinações verticais foram verificadas.

O quarto período é formado por características únicas que o separa das outras ondas. Estas características incluem agressivas táticas de takeover, leverage buyouts (LBOs, compra de firmas por pequenos grupos de investidores, financiados pelo seu nível de débito. Normalmente se tornam empresas privadas) e financiamentos de junk bonds.

Na década de 80, a posterior internacionalização da economia mundial como vista no desmantelamento das barreiras comerciais dentro da Europa e no domínio japonês em alguns setores de bens manufaturados proporciona a justificativa para a consolidação e para o surgimento de algumas grandes empresas. Daí resulta o crescimento das fusões nessas economias.

Mas ao longo de 75 anos a atividade de aquisições cresceu a uma taxa abaixo de 4% ao ano, taxa um pouco menor que a do crescimento real do PIB. Comparando-se a lista de Fortune das 50 maiores empresas americanas de 1954 com a de 1988 nota-se que dez delas foram adquiridas por companhias que hoje se encontram entre as 60 maiores do país. Dentre as maiores 500 da Fortune de 1983, 20 foram adquiridas por companhias estrangeiras: metade delas por grupos britânicos, três por japonesas.

Uma nova característica das fusões mais recentes, especialmente na Grã-Bretanha e nos Estados Unidos, é o grau em que elas são justificadas pela declaração da adquirente de que pode fazer melhor uso dos ativos que compra. A adquirente apela para os acionistas da empresa que deseja comprar, ignorando a posição dos seus administradores. Essa é a típica operação do mercado para o controle corporativo.

A Philips é uma das maiores e mais respeitadas empresas européias, mas tem tido um desempenho fraco nos anos 90. Se a Philips fosse uma empresa britânica ou americana, teria sido certamente uma vítima de uma tentativa de compra hostil, e o reconhecimento de que isso poderia acontecer teria provavelmente levado a ações muito anteriores de reestruturação das operações da empresa - o que terminaria por beneficiar a seus acionistas.

Aquisições, fusões ou joint-ventures na Europa são governados pela regulamentação de fusões da Comunidade Européia e pelas leis dos países europeus. Onde as empresas européias têm subsidiárias nos EUA, suas ações estarão sujeitas à legislação antitruste americana, e isso tem sido uma questão importante em algumas grandes fusões européias.

A regulamentação européia se aplica às fusões que atendem a dois critérios.

Fusões sujeitas ao controle da Comunidade estão na maioria dos casos, isentas de exame pelas autoridades nacionais - uma one-stop shop - e a decisão da Comunidade é definitiva.

Os critérios a serem aplicados exibem alguma ambigüidade, refletindo os compromissos políticos necessários para garantir a sua aprovação. Para a regulamentação uma fusão que não restrinja a concorrência deverá ser aprovada e, por outro lado, uma fusão que restrinja a concorrência não deverá ser aprovada - deixando implícita ênfase exclusiva na política de concorrência. Já a Comissão considera o desenvolvimento do progresso técnico e econômico dentro da Comunidade, aparentemente abrindo o caminho para a apresentação de argumentos muito mais gerais em apoio (ou oposição) à proposta.

As fusões menores, ou aquelas que não têm a dimensão de Comunidade são governadas pelas leis de cada país. Embora a maioria dos Estados europeus tenha alguma forma de controle de fusões, somente os procedimentos da Alemanha e do Reino Unido representam, em muitos casos, um sério obstáculo à fusão.

O regime do Reino Unido é semelhante. Há também um critério de tamanho e verificação da participação de mercado e a fusão que se enquadre em um deles deve ser notificada ao Office of Fair Trading, que recomendará e ela deverá, por sua vez, ser encaminhada à Comissão de Monopólios e de Fusões, a quem cabe avaliar a proposta face ao interesse público. Na prática, as fusões entre grandes empresas do mesmo setor provavelmente não serão aprovadas na Alemanha ou na Grã-Bretanha. É provável que o mesmo seja verdadeiro para fusões européias se a abrangência geográfica das duas empresas for semelhante, e a questão principal na implementação da regulamentação das fusões ainda carentes de indícios, é como a Comissão verá as fusões entre grandes empresas no mesmo setor de negócios, mas cujas operações estão em diferentes Estados, ou grupos de Estados.

Para outras fusões envolvendo empresas menores, ou integração vertical ou uma aquisição por algum conglomerado, praticamente qualquer coisa passa. Como preparação adequada -

e todas as três jurisdições oferecem oportunidades para discussão antecipada da provável visão das autoridades sobre a proposta - e habilidosa apresentação de argumentos, é improvável que a política pública represente um obstáculo a propostas comerciais bem estruturadas. Mas há muito mais proposições de fusão do que propostas bem estruturadas.

O tema da defesa da concorrência é uma preocupação mundial. A dissolução da Standard Oil em 1911 pode ser considerada um marco nesse tipo de legislação. Por exemplo, a recente fusão entre a Boeing e a McDonnell-Douglas foi inicialmente alvo de duras críticas por parte dos europeus, preocupados com a viabilidade de o consórcio Airbus concorrer no mercado. Mas, mediante algumas exigências, as autoridades européias aprovaram a fusão.

No Brasil temos acompanhado os esforços do CADE (Conselho Administrativo de Defesa Econômica) para promover o aumento da concorrência e para evitar abusos de poder no exercício da atividade econômica. Entre outras atribuições, ao CADE cabe zelar pela livre concorrência, difundir a cultura da concorrência por meio de esclarecimentos ao público sobre as formas de infração à ordem econômica e decidir questões relativas às mesmas infrações. As atribuições da agência estendem-se a todo território nacional

O mercado deve ser entendido como formado por fornecedores e consumidores maduros e adultos. O papel CADE é de julgar apenas quando há partes em litígio, de modo a assegurar que haja concorrência e que não existam abusos de poder econômico.

II. LEITURAS EM FUSÕES E AQUISIÇÕES

II.1. FORMAS DE FUSÕES E AQUISIÇÕES

As operações de fusão podem ocorrer de diversas maneiras, de acordo com as características da empresa ou objetivos estratégicos/econômicos das empresas envolvidas. A tabela 2-A mostra uma classificação geral das formas de fusões. Apesar de um pouco arbitrária, esta classificação separa de acordo com a ênfase dada aos diferentes tipos de operações. Uma explicação breve sobre cada tipo de operação será dada a seguir.

Formas de fusões

I. Expansão

Fusões e aquisições
Aquisição de ações
Aquisição de ativos
Joint Ventures

II. Liquidações

Spin-Offs
Alienações

III. Controle corporativo

Recompra dirigida
Limitação de participação
Táticas defensivas anti-aquisições
Disputas por procuração

IV. Mudanças na estrutura de capital

Troca de posições
Oferta própria de compra
Fechamento de capital
Aquisições alavancadas

Tabela 2-A Formas de fusões. Esta tabela é uma livre adaptação de Weston, Chung e Hoag.

II.1.1. EXPANSÃO

Uma maneira muito apreciada pelas corporações de expandir as atividades é através de aquisições ou fusões com outras empresas.

Uma *fusão* ocorre quando uma empresa é totalmente absorvida pela outra, deixando a adquirida de existir como entidade independente, enquanto a adquirente conserva sua identidade. Este tipo de operação também é denominado incorporação, segundo Gitman². *Fusões horizontais* envolvem empresas que operam com a mesma atividade, como, por exemplo, a compra da Petybom pela Parmalat. *Fusões verticais* envolvem empresas em diferentes estágios de produção. Na indústria farmacêutica existem empresas de pesquisa e desenvolvimento, produção de remédios e distribuição de remédios, por exemplo. *Conglomerados* envolvem a fusão de firmas em diferentes negócios. Neste caso, podemos dividir em três grupos: as empresas que desejam aumentar a sua linha de atuação, as que operam em áreas geográficas diferentes e desejam cobrir uma área maior e por fim as que são puramente conglomerados, sem nenhuma correlação entre as atividades ou áreas. O desejo de aquisição da Companhia Vale do Rio Doce pelo consórcio liderado pelo grupo Votorantim é um exemplo de conglomerado.

Na *aquisição de ações*, uma das partes,² geralmente o grupo interessado em adquirir o controle de outra empresa, faz uma oferta de compra à administração ou diretamente aos acionistas da empresa. Como não há necessidade de aprovação em assembléia ou da alta administração, este tipo de operação pode ser realizado de maneira hostil, ou seja, a

² Gitman, Lawrence J.; “Princípios de Administração Financeira”, Harbra, São Paulo, 1.997, 7ª edição.

adquirente compra as ações diretamente dos acionistas, sem que a administração esteja de acordo.

A **aquisição de ativos** é uma maneira de compra que envolve a transferência de propriedade dos ativos. Neste caso, exige-se a aprovação formal dos acionistas. Há algumas vantagens fiscais que podem ser alcançadas nesta modalidade.

Joint ventures são operações de fusão que envolvem a interseção de apenas uma fração das atividades que as empresas participantes executam, formando uma empresa nova, independente da empresa mãe. As principais vantagens deste tipo de fusão é a complementação de conhecimentos, podendo estes estarem relacionados à gestão, tecnologia, marketing, ou qualquer outra variável. Em geral, as empresas envolvidas têm excelência em áreas distintas.

II.1.2. LIQUIDAÇÕES

Além de comprar outros negócios, as empresas também vendem suas subsidiárias. Há muitos tipos de liquidações de empresas, na literatura do assunto. Porém, há dois grupos maiores que concentram a grande maioria dos casos: **os *spin-offs* e as alienações.**

Um *spin-off* cria uma nova empresa do ponto de vista legal. As suas ações são distribuídas aos acionistas da empresa mãe. A empresa mãe não recebe nenhuma quantia em dinheiro. O controle e gestão da nova empresa, porém, fica independente da empresa mãe. Uma variação de *spin-off* é o *split-off*, no qual alguns acionistas recebem participação na subsidiária em troca de participação na empresa mãe. Uma das maiores vantagens deste tipo de operação é a divisão de negócio, sendo que o prejuízo de um negócio não diminui o lucro da empresa mãe, pois as ações estão separadas.

As *alienações* são vendas que envolvem dinheiro ou outros títulos na transação, sem que haja qualquer troca ou transferência de ações. Uma alienação envolve a venda de uma parte da empresa a uma terceira parte. Ou seja, é a venda de uma subsidiária do grupo.

II.1.3. CONTROLE CORPORATIVO

Este grupo denominado como controle corporativo, apresenta métodos de defesa que as empresas lançam quando não querem ser adquiridas por outras corporações. Quatro linhas de ação para defesa das empresas serão mostradas e brevemente discutidas neste item.

Em uma **recompra dirigida**, a empresa recompra as ações de um comprador em potencial, pagando um preço acima do mercado. Desta maneira, as tentativas de tomadas hostis são retardadas ou mesmo paralisadas. Esta tática também é conhecida como *chantagem verde*.

Nos acordos de **limitações de participações**, que geralmente estão atrelados a recompras dirigidas, a empresa adquirente compromete-se a limitar a sua participação acionária na outra empresa. Estes contratos inibem a ação dos compradores em potencial e, na maioria das vezes, refletem efeitos sobre o preço das ações.

As **táticas anti-aquisições** são mudanças feitas pela alta administração nos estatutos da empresa, que dificultam ou encarecem a aquisição desta. A *emenda da super-maioria* é uma medida deste tipo. Normalmente, são necessários dois terços dos acionistas para aprovar uma fusão. Com esta emenda, aumenta-se consideravelmente a proporção de acionistas, para 80 ou 90 % de aprovação, dificultando a operação de fusão. Outra medida é aumentar o prazo de eleição do conselho por mais alguns anos, fazendo com que um novo conselho, favorável à fusão não se eleja rapidamente. Os *pára-quedas de ouro* são altíssimas indenizações incluídas nos contratos dos dirigentes em gestão, caso haja mudança de controle da empresa.

Numa **disputa por procurações**, os acionistas dissidentes solicitam as procurações de outros acionistas. Desta maneira, este grupo dissidente, com maior poder de voto, assume o controle e elege novos diretores, os quais executam a estratégia dissidente e não vendem a empresa. Ou então, diminuem o poder dos diretores em gestão, de modo que a fusão não possa ser executada.

II.1.4. MUDANÇAS NA ESTRUTURA DE CAPITAL

As mudanças na estrutura de capital representam um aspecto de grande importância nas operações de fusão. A **troca de posições** envolve trocas de financiamento ou ações preferenciais por ações ordinárias ou vice-versa. Estas operações se refletem na alavancagem da empresa; trocando-se ações ordinárias por financiamento, a alavancagem diminui, no caso contrário a alavancagem aumenta.

Numa **oferta própria de compra** a empresa recompra suas próprias ações. A recompra pode ser vultosa, ou não, dependendo dos objetivos da empresa. Esta é uma tática de defesa também, mas foi inserida neste contexto porque no futuro esta recompra significará mudanças no controle da empresa, devido às mudanças de concentração da propriedade das ações.

No **fechamento de capital**, um pequeno grupo de investidores adquire ações em poder do público e retira-as da bolsa de valores. Desta maneira, as ações da empresa não podem mais serem negociadas, ou seja, a empresa passa a ter o capital fechado. Estas operações são feitas na maioria das vezes pela própria administração da empresa, o que dá grande incentivo aos gestores, pois estes agora trabalham para si próprios. Este tipo de operação é conhecido como MBO (Management Buy-Out). Geralmente, este pequeno grupo de investidores dispõe apenas de uma pequena parte do capital necessário à aquisição. Desta maneira, entra uma terceira empresa, quase sempre um banco de investimento, responsável

pela maior parte do capital, deixando estas operações fortemente alavancadas. Operações conhecidas como **Aquisições Alavancadas** ou Leverage Buy-Outs(LBOs).

II.2. MOTIVOS PARA UMA FUSÃO

Neste capítulo, serão discutidos alguns motivos pelos quais as fusões são interessantes, ou seja, qual a razão que leva as empresa a valerem mais juntas do que separadas. Deve-se considerar que algumas fusões obtêm sucesso enquanto outras não. Os motivos de falha variam desde a má concretização da fusão ou pela má avaliação do comprador ou dos participantes. As vezes uma fusão falha porque a nova empresa não está preparada para administrar de maneira eficiente a integração das empresas. Deve-se prever também a cultura organizacional das empresas envolvidas e, por conseqüência, a reação das pessoas que nelas trabalham. Isto posto, parte-se para uma série de motivos que justificam a fusão de empresas. A tabela abaixo mostra quais os principais fatores que motivam uma fusão.

Justificativas lógicas para uma operação de fusão

1. Eliminação de administração ineficiente
 2. Economias de escala
 3. Economias de operação
 4. Transferências de tecnologia
 5. Combinação de recursos complementares
 6. Poder de mercado ou monopólio
 7. Subvalorização
 8. Benefícios estratégicos
 9. Problemas de regulamentação
 10. Realinhamento de incentivos administrativos
 11. Sinergia financeira
-
-

Tabela 2-B - Motivos lógicos para uma operação de fusão.

Na **eliminação de administração ineficiente**, admite-se que, em alguns casos, outra empresa, reconhecida por sua eficiência administrativa, assumo o controle . Desta forma, é possível aumentar o valor da empresa. De maneira geral, os administradores antigos ficam “enraizados” em seus conceitos e têm dificuldades em abandonar suas estratégias e estilos, que por muitas vezes está ultrapassado. Ou então essa substituição pode ocorrer simplesmente porque a administração existente não é capaz de gerir o negócio com eficácia. Em aquisições hostis, por exemplo, torna-se difícil a administração devido ao conflito de interesses entre a gerência e os controladores.

A **economia de escala** é um benefício que ocorre em fusões horizontais, verticais e conglomerados, sendo mais visíveis e óbvias nas horizontais. Com a fusão, as quantidades de produção aumentam significativamente e as despesas gerais médias diminuem relativamente, baixando os custos e gerando as chamadas economias de escala. Quando a empresa atinge seu tamanho e nível de produção ótimos, a partir dos quais seu custo médio aumenta, passa a haver deseconomias de escala. Ou seja, algumas empresas realizam fusões, na tentativa de alcançar este nível ótimo de produção.

As **economias de operação** podem ser conseguidas tanto em fusões verticais, quanto em fusões horizontais ou conglomerados, porém nas primeiras as vantagens são mais visíveis. Estas vantagens dizem respeito à facilidade de coordenação entre atividades operacionais intimamente relacionadas. Além deste motivo, há economias concernentes a meios de informação e comunicação e também poder de barganha junto aos fornecedores.

Outro motivo importante para as fusões é a **transferência de tecnologia**, que ocorre principalmente em fusões verticais; mas mostra-se crescente este tipo de interesse em joint ventures, como exemplo a NUMMI, joint venture entre a Toyota e GM.

A teoria dos **recursos complementares** sugere que algumas fusões entre empresas do mesmo ramo de atividade visam à complementação de recursos existentes ou a um recurso que uma das empresas não tem. Por exemplo, empresas com produtos sazonais. Um empresa pode adquirir ou fundir-se a outra cujos produtos são vendidos em outra época do ano, desta maneira as vendas ficam uniformizadas durante o ano todo. Outro caso é quando uma empresa não possui capacidade técnica e comercial em determinada atividade e a outra empresa a possui. É mais rápido e barato fundir-se a outra empresa que contenha o recurso que falta, do que desenvolvê-lo internamente. O conceito básico é que as empresas fundidas valem mais juntas do que separadas, pois cada uma adquire algo que não tem, e torna-se uma empresa mais completa desta maneira. Cada empresa tem o que a outra necessita.

Neste caso, uma empresa pode adquirir e aumentar o seu tamanho. E por conseqüência, o **poder de mercado**. Desta maneira, a empresa pode manter um monopólio, controlando os preços e aumentando seus lucros. A legislação brasileira, cujo órgão fiscalizador é o CADE, apresenta normas que impedem a concentração de mercado.

A **subvalorização** sugere que as fusões ocorrem quando o valor de mercado da empresa alvo, por alguma razão, não reflete a verdade ou o valor potencial. A razão valor de mercado / valor patrimonial é relacionada de acordo com esta teoria. Para as empresas torna-se mais barato comprar as ações das firmas existentes do que investir em novos ativos ou aumento de capacidade quando o custo das ações é mais baixo do que o valor de reposição dos seus ativos.

Nos últimos anos, tem-se considerado os **benefícios estratégicos** nas operações de fusão. A aquisição de empresas de outros setores, muitas vezes completamente desconexos, pode

significar vantagens competitivas e estratégicas. Neste caso, não se trata de uma oportunidade de investimento, e sim, de planejamento estratégico. Uma empresa pode adquirir outra para concorrer em novos mercados geográficos ou em outros nichos de mercado para aumentar o leque de atuação da empresa e, por consequência, firmar a imagem da empresa no mercado. Da mesma forma, uma empresa pode comprar uma concorrente em potencial e eliminá-la do mercado, afirmando sua imagem.

Problemas de regulamentação podem resultar de um conflito entre os acionistas e a administração ou entre acionistas e credores. Um número de organizações e mecanismos de mercado serve para disciplinar administradores auto-suficientes, e as tomadas hostis são vistas como última tentativa de se resolver o problema.

O **realinhamento de incentivos administrativos**, em contrapartida à regulamentação de mercado, enxerga as tomadas hostis como um sintoma de problemas de regulamentação, não como solução. A teoria sugere que os administradores auto-suficientes trabalham no sentido de aumentar o tamanho da firma, e por consequência, suas compensações.

Segundo a teoria, existem **sinergias financeiras**, tendo como resultado a redução do custo financeiro, por vários motivos. Um deles, é o custo de emissão de títulos que diminui com a economia de escala. O custo de financiamento também pode diminuir.

II.3. AVALIAÇÃO DA AQUISIÇÃO

A avaliação do potencial de uma fusão desponta como a mais importante tarefa em uma operação desta natureza. Sem uma avaliação correta, o valor da fusão pode ser sub ou superestimado. O conhecimento do negócio torna-se o ponto crítico da avaliação, e alcançar o preço justo para a empresa deve ser encarado como o objetivo do processo de avaliação.

Neste item será definido o valor de um negócio, serão discutidas as variáveis que devem ser analisadas em uma operação de fusão e, finalmente, serão mostradas e comparadas as técnicas de avaliação.

II.3.1. VALOR

A dificuldade inicial consiste em definir o que é valor. Segundo Publius definiu no século I a. C. : “Todas as coisas valem aquilo que o comprador pode pagar por elas”. De acordo com a Disposição 10.1031 do IRS (Receita Federal), valor é “O preço pelo qual a propriedade muda de mãos, entre um comprador disposto e um vendedor disposto, não estando nenhum dos dois sob qualquer imposição para comprar ou para vender, e tendo ambos um conhecimento razoável dos fatos relevantes”. Ou seja, o valor de um negócio depende de quem é o comprador, quais as informações que ele possui e qual o processo determinante do valor.

O valor, no caso de fusões e aquisições, é particularmente dependente de quem é o grupo comprador, qual é a sua área de atuação e como ele valoriza seus negócios. Por exemplo, uma empresa do setor de alumínio é disputada por duas outras empresas: uma do setor de aço e outra da indústria de fundição de alumínio. Logicamente, a fundição de alumínio estará disposta a pagar mais pelo negócio, pois do seu ponto de vista, além dos lucros, a fusão trará sinergias financeiras, com possível eliminação de custos indiretos e outros benefícios estratégicos resultantes da combinação entre as empresa. Já para a indústria de aço, mesmo que as projeções de ambas as empresas sejam semelhantes, o valor é menor, pois ela não conhece o negócio da empresa a ser adquirida e dificilmente terá benefícios financeiros provenientes da sinergia entre as empresas.

II.3.2. VARIÁVEIS QUE INFLUENCIAM NO PROCESSO

De acordo com o Guia da Ernst & Young³, alguns dados essenciais para uma boa avaliação devem ser reunidos para prover uma base eficaz para a avaliação:

Produtos / Mercados

- ✓ Divisão de volumes / margens por linha de produtos, como base para a determinação do crescimento de vendas
- ✓ Necessidades / custos para marketing e vendas futuras
- ✓ Tendências para preços / margens; futuras restrições / oportunidades

Operações / Organização

- ✓ Componentes, atuais e esperados, da estrutura de custos
- ✓ Necessidades / custos das pessoas chaves
- ✓ Custos de mão-de-obra / necessidades esperadas / relacionamentos

Finanças

- ✓ Necessidades de dispêndio de capital
- ✓ Necessidades de capital de giro e o impacto de crescimento

³ Key, Stephen L.(editor); “Guia da Ernst & Young para Administração de Fusões e Aquisições”, Record, Rio de Janeiro, 1.995, 2ª edição.

- ✓ Custos que permanecem / crescem / declinam após a aquisição
- ✓ Sinergias que podem reduzir custos

Indústria / Concorrência

- ✓ Ações dos concorrentes que podem afetar os preços ou a demanda
- ✓ Tendências gerais da indústria que podem afetar receitas ou custos

Todas estas variáveis devem ser consideradas para que a aquisição seja suficientemente bem compreendida e, por conseqüência, os dados possam constituir uma base confiável para a avaliação da empresa, que reflita razoavelmente a verdade.

A coleta e análise destes dados tem como objetivo a compreensão de mercados e do setor de atuação da empresa, para que se possa modelar vários cenários alternativos de desempenho futuro. A compreensão dos diversos componentes de custos resulta na modelagem mais precisa das vendas e custos administrativos sob diferentes hipóteses de receitas. As necessidades de capital de giro e capital imobilizado projetadas têm impacto direto sobre os fluxos de caixa gerados ou sobre aqueles que serão necessários para que as metas de vendas e ganhos sejam atingidas.

II.3.3. TÉCNICAS DE AVALIAÇÃO

Serão descritas de maneira sucinta as principais técnicas de avaliação utilizadas pelas empresas, citadas abaixo:

- ✓ Análise do fluxo de caixa descontado
- ✓ Análise de transações comparáveis
- ✓ Análise de empresas comparáveis
- ✓ Valor patrimonial contábil
- ✓ Valor patrimonial real
- ✓ Avaliação dinâmica
- ✓ Preço do vendedor
- ✓ Análise de liquidação

Análise do fluxo de caixa descontado - Valor econômico

A análise do fluxo de caixa descontado é um método que atualmente está sendo mais considerado pelas empresas no Brasil para se analisar fusões. O valor do fluxo de caixa descontado é calculado com base em lucros operacionais, sem se considerar os custos de financiamento nem receitas de ativos não-operacionais. Com o resultado, o valor do

patrimônio líquido é obtido subtraindo-se o valor de mercado da dívida ou somando-se o valor de mercado dos ativos não-operacionais.

Esta técnica é baseada no conceito de que uma empresa deve ser avaliada de acordo com a sua capacidade de geração de resultados, não simplesmente pelo valor patrimonial.

O principal componente desta técnica, é a demonstração de resultados. Além disso, outros componentes afetam o resultado desta técnica de modelagem:

- ✓ período de projeção
- ✓ Necessidades de reinvestimento
- ✓ Valor residual
- ✓ Taxa de desconto

Existem várias considerações a respeito do período de projeção ideal do fluxo de caixa. Naturalmente, o período considerado deve ser o ciclo natural dos negócios. A sua duração pode variar de acordo com o setor de atuação da indústria. A maior parte das empresas utiliza um fluxo de caixa entre cinco e dez anos, que é um período suficiente para que os altos e baixos dos processos possam ser compreendidos pelo comprador. Em qualquer negócio, existe a necessidade de reinvestimentos periódicos para possibilitar o crescimento da empresa. Este reinvestimento pode ser na forma capital de giro e/ou ativos fixos. As projeções de investimentos devem ser elaboradas com base nas tendências passadas, não se esquecendo de considerar a ocasião estratégica dos gastos de capital, para que se possa elaborar uma previsão realista.

No final do período projetado, a empresa terá um valor residual. Existem muitas abordagens a respeito de como deve ser estimado este valor, porém duas maneiras são mais comuns: o método da perpetuidade e a abordagem do multiplicador. O método da perpetuidade capitaliza o último fluxo de caixa projetado pela taxa de desconto, como se ele fosse uma anuidade. Teoricamente, este método presume que qualquer empresa que gerar retornos maiores do que o custo de capital atrairá concorrentes, empurrando os retornos de todas as indústrias do setor para baixo, até o mínimo aceitável da taxa de custo de capital. Uma grande parte do valor da aquisição é, de maneira geral, representada pelo valor residual. Desta forma, as abordagens devem ser adotadas de acordo com cada situação, não se esquecendo de considerar as sensibilidades.

A taxa de desconto pode ser derivada de vários lugares, como o próprio plano estratégico da empresa ou uma análise das taxas de retorno. A taxa basicamente utilizada é o custo de capital. A principal dificuldade na taxa de desconto é como ela foi obtida e se ela é razoável na indústria em questão. Este valor influencia diretamente no cálculo do fluxo de caixa descontado.

A tabela 3-A ilustra o processo de projeção que modela cada linha de demonstração de resultados da empresa X (fictícia), bem como a determinação das necessidades de capital em períodos futuros. Deve ser realizada, após a modelagem, uma análise de sensibilidade, que dá uma idéia da gama de preços dentro dos quais pode ocorrer negociação, ajudando a estabelecer um preço de “desistência”. Além disso, a análise de sensibilidade possibilita à gerência calcular o impacto de mudanças planejadas na operação de fusão.

	1.998	1.999	2.000	2.001	2.002	Valor Residual
Vendas	34.800	45.000	50.850	57.461	64.930	
Margem bruta	6.720	7.875	8.899	10.056	11.362	
Despesas gerais	<u>3.456</u>	<u>4.050</u>	<u>4.577</u>	<u>5.172</u>	<u>5.843</u>	
Lucro operacional	3.264	3.825	4.322	4.884	5.519	
Impostos	<u>1.306</u>	<u>1.301</u>	<u>1.469</u>	<u>1.661</u>	<u>1.876</u>	
Lucro operacional líquido	1.958	2.524	2.853	3.223	3.643	9x 32.787
Necessidades de capital:						
Capital de giro	(505)	(831)	(268)	(304)	(344)	
Ativos fixos	<u>134</u>	<u>(1.775)</u>	<u>(2.027)</u>	<u>(2.000)</u>	<u>(2.000)</u>	
Fluxo de caixa livre	1.587	(82)	558	919	1.299	
Valor presente líquido , 12%	1.147	(65)	397	584	737	<u>18.604</u>
Soma dos valores presentes						21.674
Menos: Valor de mercado da dívida						<u>13.348</u>
Valor estimado						8.326

Tabela 3-A Avaliação do fluxo de caixa descontado de uma empresa.(Pt\$ mil). Esta tabela foi transcrita do Guia Ernst & Young para administração de fusões e aquisições.

Análise de transações comparáveis

Esta metodologia consiste em avaliar a aquisição baseada em transações ocorridas no mercado de empresas semelhantes, informações que se encontram em uma variedade de fontes publicadas disponíveis, além da imprensa.

O principal objetivo da abordagem é identificar algumas relações entre preços das transações realizadas. É importante que a pesquisa seja ampla, de forma a oferecer uma base sólida e confiável de dados e informações. Através desta pesquisa identifica-se o valor médio do índice Preço/Lucro, ágio médio do valor de mercado/patrimônio líquido.

Valor patrimonial contábil

Este é o mais usual dos métodos de avaliação⁴, e pode ser aplicado tanto a empreendimentos já existentes quanto a empreendimentos novos. É muito importante para empresas cujo patrimônio contábil é maior do que aquele necessário para as suas operações normais. O valor patrimonial contábil é igual ao valor do não exigível da empresa.

Valor patrimonial real

Por este método os valores dos ativos e passivos, prédios, máquinas, equipamentos, estoques, contas a pagar, contas a receber, empréstimos, dívidas e outras obrigações são computados. Podem ser considerados tanto o valor de reposição correspondente ao estado em que os ativos se encontram como o valor atualizado destes. Em geral, a avaliação dos ativos obedece a padrões subjetivos, fazendo com que os valores fiquem imprecisos.

Avaliação dinâmica

É baseada no período de repagamento ou pay-back. Corresponde ao tempo de que o empreendimento necessita para gerar os fundos necessários para amortizar o investimento feito. Calcula-se o período necessário para que o valor dos recursos gerados seja igual ao valor do investimento, em moeda forte.

⁴ Key, Stephen L.(editor); “Guia da Ernst & Young para Administração de Fusões e Aquisições”, Record, Rio de Janeiro, 1.995, 2ª edição.

Preço do vendedor - asking price

Este método se baseia na avaliação intuitiva dos donos do empreendimento, no caso de venda. É o mesmo caso de quando um proprietário vende seu carro. A avaliação é subjetiva, com alguma noção de mercado. Muitas vezes este é o método que prevalece sobre todos os outros métodos científicos de avaliação.

Análise de liquidação

Quando a empresa tem valor relativamente pequeno como negócio em andamento, uma análise apropriada pode considerar quanto valeriam os ativos se fossem vendidos individualmente em leilão ou em uma liquidação de sessenta a noventa dias. Isto estabelece, no mínimo, um piso para a avaliação.

Considerações sobre o *goodwill* ou fundo de comércio

Quando se iniciam as negociações sobre o valor de um empreendimento, é inevitável que as discussões sejam concentradas no valor “intangível” do negócio, que é conhecido como goodwill, fundo de comércio ou simplesmente luvas. O valor intangível de um empreendimento é entendido geralmente como a mais valia do negócio, não refletida na sua contabilidade, e decorrente de um ou mais dos seguintes fatores:

- ✓ marcas e patentes, franchises;
- ✓ tecnologia de produto e de processo;
- ✓ participação de seus produtos no mercado;

- ✓ organização de distribuidores, rede de distribuição;
- ✓ Contratos de fornecimento, acesso privilegiado a matérias-primas.

O goodwill é um valor que deve ser considerado em todas as formas de avaliação identificadas neste capítulo. Desta forma é um componente de essencial importância na avaliação de uma fusão em potencial.

II.3.4. CUSTO DE CAPITAL

O custo de capital de uma empresa é um valor chave para a avaliação de fusões e aquisições. Valores distorcidos de custo de capital podem alterar significativamente o resultado da avaliação, e, por consequência, a tomada de decisão da empresa. Dependendo do valor calculado, pode-se super ou subvalorizar uma aquisição em potencial. Desta maneira, o custo de capital é um dos fatores críticos para uma avaliação mais coerente e precisa de uma aquisição em potencial. Este matéria não será contemplada nesta monografia, pois não queremos fugir dos objetivos deste trabalho.

III. RAZÕES PARA SE ADQUIRIR/VENDER UMA EMPRESA, NEGOCIAÇÕES ENVOLVIDAS.

III.1. RAZÕES PARA SE ADQUIRIR UMA EMPRESA

As aquisições devem ser parte de um plano de crescimento ou de diversificação, mais do que uma simples reação a uma oportunidade. Para operações bem sucedidas é necessário haver um objetivo e um critério consistente de aquisições.

Legal. Capacitar-se junto a licitações por apresentar uma empresa com experiência na área.

Verticalização. Garantir suprimento de matérias-primas ou destinação a produtos finais. Também poderia ser para se proteger o suprimento de um recurso vital, que, inclusive, poderia vir a ser adquirido por um concorrente.

Valorização. Elevar o valor das cotações da aquisidora.

Excesso de capital. Investir excessos de capital em operações já existentes, como fazem os fundos de pensão, seguradoras e outras que precisam aplicar para compor uma carteira. Também pode ser o caso de empresas de rápido crescimento em sua atividade, e que vislumbrem uma saturação em seu mercado principal. Expansão geográfica, propiciando o ingresso em novas regiões ou países.

Marca. Para se entrar em um mercado disputado entre grandes empresas, a existência de marcas fortes – reconhecidas e tradicionais – é um elemento que permite resultados mais rápidos e maior potencial de crescimento. Empresas com problemas financeiros, administrativos ou de estagnação gerencial.

Diversificação, que permite o ingresso em áreas totalmente novas, com um menor risco do que começar do zero.

Concorrência internacional. Em algumas indústrias, o crescimento de concorrentes que atuam globalmente tem sido acelerado por inúmeras aquisições. Isso impulsiona grupos regionais e locais a buscarem também sua própria expansão – como forma de ganharem maior volume de operações, e assim poderem enfrentar melhor os grandes grupos.

Gerencial. Uma aquisição pode ser uma forma interessante de se buscar novas técnicas gerenciais, mercadológicas e técnicas.

Tempo: uma aquisição economiza o tempo que seria necessário para o desenvolvimento de uma fábrica e para a conquista de uma fatia de mercado. Obtenção de maior escala, tanto de produção quanto de volume comercializado.

Fortalecimento. Visa crescer o valor econômico da empresa, de modo a que esteja melhor protegida contra compras hostis.

Eliminar concorrentes. Uma empresa que esteja em crescimento pode investir em novas unidades industriais. Mas, ao comprar outra companhia, estará eliminando um outro concorrente. É uma vantagem adicional ao fato de se buscar o próprio crescimento. Em um dado mercado, caso todos os concorrentes resolvam investir para expandir sua capacidade, é fácil prever excesso de oferta, piores preços, prejuízos, e algum grupo mais fraco tendo

que se retirar do mercado – ao menos temporariamente, devido ao fato de a capacidade de oferta ser superior à demanda. Assim, quando uma aquisição retira um concorrente do mercado, os custos sociais decorrentes de demissões, prejuízos ou fechamentos de fábricas são certamente minimizados face aos que adviriam da pura e simples concorrência.

Novos mercados. Uma aquisição permite penetrar em um novo canal de distribuição, ou obter acesso junto a determinados novos grupos de consumidores.

Oportunidade, que pode ser representada por:

Ativos sub-avaliados,

Setores de alta tecnologia que podem crescer a partir de um investimento inicial relativamente pequeno, embora com alto grau de risco.

Empresas que se distanciaram dos interesses principais dos controladores.

III.2. RAZÕES PARA SE VENDER UMA EMPRESA

Sucessão: No caso de um empreendedor com mais de 50 anos, e que em cuja família não veja um sucessor, surgirá a hipótese de vender a empresa, que normalmente representará a maior parte do seu patrimônio, e que precisa, portanto ser preservado. Assim, a venda da empresa é uma forma de buscar segurança para si, e, especialmente, para sua família.

Cansaço: Após muitos anos dedicados a construir uma empresa, já pode não haver mais atrativo para enfrentar a concorrência e os problemas, cada vez mais complexos. Uma venda pode significar a entrada de sangue novo, e o empreendedor pode se dedicar a outros projetos pessoais, até continuando na companhia por ele criada, mas em outra situação.

Status: Às vezes, o empreendedor poderia querer uma outra forma de vida, com menos riscos, com um pouco mais de horário livre. Enfim, pode ser o caso de perceber que a venda de uma parte ou de toda a empresa virá a propiciar condições de finalmente ter uma qualidade de vida superior.

Competição: A possibilidade de passar a competir de frente com grandes empresas, até mesmo de porte internacional, podem motivar à venda por parte de um empresário que se veja com recursos limitados para se manter na concorrência, e que não queira vir a perder todo um patrimônio arduamente conquistado.

Razões Internacionais: Razões políticas ou estratégicas podem fazer com que diversos grupos revejam a posição de alguns de seus investimentos no exterior, vindo a se desfazer de algumas dessas atividades. No caso de empresas de um país estrangeiro com atividades

limitadas no exterior, e que viriam a demandar elevados investimentos para se ganhar uma escala em dado mercado, pode ocorrer a situação em que se justifique a venda de alguns desses ativos.

Além disso, **restrições legais ou de cunho nacionalista**, podem significar um risco elevado para grupos estrangeiros em um dado mercado, justificando a saída do mesmo, através da venda dos seus ativos a algum grupo local.

Custos de P&D: Normalmente, empresas de porte médio não podem arcar com despesas de Pesquisa e Desenvolvimento de novos produtos, em especial em alguns setores de acelerada inovação tecnológica. Desse modo, o porte pode significar uma razão que inviabilize a geração de novos produtos, e, portanto, o crescimento no setor.

Concentração na atividade principal: Ao longo do tempo, muitas empresas vieram a diversificar - pelas razões mais variadas - porém, com o passar do tempo, novas circunstâncias podem aconselhar a saída dos setores fora do core business.

Falta de capital: Novos concorrentes podem significar a necessidade de aportes de capital para se manter competitivo. Na falta desses recursos por parte dos acionistas, a hipótese da venda da empresa pode vir a ser considerada.

Pessoal: A insuficiência de talentos executivos, especialmente no caso de empresas familiares, pode também ser um motivo que justifique a venda do negócio. Muitos executivos competentes se ressentem de que somente os herdeiros possuem acesso aos cargos-chave em um grupo familiar - e normalmente dele se retiram. Assim, há dificuldade em formar quadros que possam garantir a continuidade dos negócios em um ambiente turbulento.

Falta de Potencial para Expansão: O produto principal ou único da companhia pode estar em um mercado de fraca expansão, ou mesmo em fase de substituição por novos produtos.

Dificuldades financeiras: É uma razão que surge com frequência, porém, a operação termina por ser um péssimo negócio para quem vende, em função de se obter um preço baixo pela força da situação.

Intervenção do governo: Por motivos diversos, algum organismo governamental pode intervir, exigindo, às vezes a mudança do controle acionário. Além disso, as agências que se preocupam com a concorrência na economia, muitas vezes aprovam uma aquisição de uma empresa por um outro grupo, porém, exigem a venda de alguns ativos em setores nos quais a concorrência viria a ficar prejudicada.

III.3. ABORDAGEM DE NEGOCIAÇÃO ENTRE COMPRADOR E VENDEDOR.

Depois do minucioso trabalho de selecionar os candidatos primários entre um grande número de potenciais compradores, a separação dos candidatos finais e os cálculos da valorização, o grupo de trabalho e a alta gestão da empresa aquisitora estão prontos para iniciar a fase pré-aquisição.

Esta fase é sem dúvida a mais difícil, pois se encontram em choque interesses diversos. Assim, a emocionalidade deve ser deixada de lado, de modo que os objetivos estratégicos possam nortear a operação, tanto por parte do vendedor, como por parte do comprador. Normalmente, o vendedor possui as melhores cartas neste jogo. O comprador deve deixar as negociações iniciais na mão do seu grupo de trabalho para não se desgatar com argumentos, ele deve mostrar muita segurança na abordagem e convencer o vendedor de que possui perspectivas de continuar o negócio.

Durante a análise e pesquisa da empresa candidata, surgem uma série de pontos fortes e pontos fracos evidentes para o grupo de trabalho, estes conhecimentos, especialmente os pontos fracos, devem ser habilmente explorados durante as negociações.

Muitos detalhes podem ser importantes argumentos durante as negociações finais. A mais importante informação é a razão verdadeira pela qual a empresa está à venda.

Um problema que não deve ser ignorado é que eventuais intermediários, corretores ou consultores que serviram ao vendedor devem ser pagos antes de se fechar o negócio para não se assumirem responsabilidades civis com estes profissionais.

É importante que durante a negociação final sejam legalmente transferidos para o comprador quaisquer contratos de licenciamento de tecnologia, benefícios de "royalties", endosso de patentes ou marcas registradas, e participações em associações que façam parte do negócio. Normalmente, uma parte do preço de venda fica em "escrow", ou seja, em reserva, para cobrir qualquer contingência depois da formalização do contrato, durante um período adequado.

Uma vez que os parceiros de negociação chegaram a um acordo aceitável, que parece beneficiar tanto o vendedor como o comprador, deve ser feita imediatamente uma carta de intenções que inclua todas as cláusulas negociadas para evitar que o vendedor eventualmente continue negociando com outros interessados.

Na carta de intenções, o vendedor estabelece que não negociará com outros interessados desta data em diante e que espera a execução da auditoria final e a elaboração do contrato de venda pelos advogados das duas partes, que estabelecerão:

- ✓ preço final;
- ✓ a forma de pagamento;
- ✓ a continuidade da atual gestão até a posse;
- ✓ os valores que ficarão em "escrow" para cobrir eventuais contingências e o prazo deste "escrow";
- ✓ detalhamento dos ativos e passivos;
- ✓ a transferência definitiva de patentes, registros, marcas, "griffes", "franchising" e eventuais participações em "joint ventures" ou outros acordos.

A utilização de advogados, contadores ou consultores no processo de negociação de compra ou venda de empresas com especialização em aquisições, fusões, e incorporações é extremamente benéfica.

O meio mais simples de avaliar a eficácia do processo de fusões e de aquisições é perguntar às próprias empresas se elas pensam que as fusões foram bem-sucedidas. Nessa auto-avaliação, cerca de metade das fusões foram bem-sucedidas e o restante fracassou. Uma alternativa é comparar a lucratividade antes e após a fusão, padronizando-a relativamente a experiência de outras empresas no mesmo setor, ou em contraponto a empresas que não resultaram de processos desse tipo.

Os adquirentes quase que invariavelmente pagam um sobrepreço quando do anúncio da oferta de compra, de forma que este eleva o valor de mercado da empresa adquirida. A implicação é que as fusões realmente agregam valor; a empresa resultante tem, na média um valor maior do que a soma do valor anterior das duas empresas.

As empresas adquiridas nos EUA tendem, em geral, a ter desempenho pior no mercado de ações no período anterior à aquisição, e as empresas adquirentes consideravelmente melhor. Quando o desempenho do mercado de ações das adquirentes é medido por um período maior do que o do anúncio da fusão o padrão médio é de pior desempenho. Espera-se que um portfólio de empresas recentemente fundidas possa ter desempenho pior do que o mercado. A explicação mais provável para esses fatos, e sua reconciliação com os dados contábeis, é que o momento de ocorrência da aquisição tende a refletir anomalias na valorização. As fusões tendem a ser consumadas quando o preço das ações da adquirente é relativamente forte e o da adquirida relativamente fraco.

Algumas operações são eficazes ao agregar valor aos negócios que elas desenvolvem. Mas a implicação de que tanto os gerentes quanto o mercado de ações superestimam substancialmente os ganhos a partir da fusão é muito clara. Uma razão pela qual as fusões não atingem as expectativas de seus originadores é que as expectativas eram certamente mal formadas.

A correlação que cria valor agregado não ocorre simplesmente porque as empresas estão engajadas em atividades de negócios largamente comparáveis. Os benefícios provavelmente se somarão a partir da fusão somente se a adquirente puder utilizar sua capacidade diferenciadora, de forma eficiente, no negócio adquirido.

O valor criado por uma aquisição tem que compensar os custos da própria aquisição. As remunerações associadas à compra são suficientemente evidentes, assim como o sobrepreço quando da oferta de compra de ações, a quantia que tem que ser paga para assegurar a concordância da administração, ou para persuadir os acionistas a vender contra a vontade da administração responsável.

O valor agregado através da fusão, bem como a sua apropriação, são uma questão importante. Valor é certamente criado pela fusão de empresas locais com uma empresa internacional. No entanto, a combinação da carência de candidatos locais adequados e a estrutura societária de tais empresas garante que a maior parte do valor agregado resultante é mantido pela sociedade local em vez de se somar à empresa internacional.

Quando a adquirente é uma sociedade anônima, a distribuição do valor agregado é principalmente refletido no preço pago pela empresa adquirida. A compra da Rowntree pela

Nestlé de fato agregou valor à empresa combinada. No entanto, o preço que a Nestlé pagou - duas vezes o valor de mercado da adquirida - incluiu um sobrepreço que poderia vir a ser considerado excessivo em relação a qualquer estimativa razoável daquele valor agregado. A lógica da operação, portanto, se encontra na capacidade de a Nestlé vir a gerar valores futuros com a sinergia gerada pelas duas empresas, e com as competências gerenciais do negócio ampliado.

IV. CONCLUSÃO

Em uma era em que as concorrências estão cada vez mais acirradas, boas chances de sobrevivência para grandes e pequenas organizações estão na realização de fusões e aquisições.

Porém, por muito tempo têm sido registradas várias e várias histórias de fusões e aquisições devido a má condução dos aspectos relacionados ao lado humano do processo. Culturas não compatíveis, estilos de lideranças divergentes, sistemas de comunicação falhos etc. são colocados frente a frente de forma brusca, criando pequenos atritos que ao contrário do que possa parecer, vão aumentando até um dado momento em que se torna impossível a convivência em grupo.

A maioria das empresas tiveram complicações relacionadas justamente a este lado humano. Um exemplo claro disso é que mais da metade das empresas que participam deste tipo de processo admitem suas lideranças não ter dado suficiente importância a pontos-chave de problemas relacionados às forças de trabalho.

As pessoas não são tão descartáveis e maleáveis assim. Deve-se aproveitar a força de trabalho de bons profissionais e mantê-los ao invés de implantar aquele sistema de quem comprou é que manda e quem foi comprado deve acatar sempre às decisões até então alheias ao seu conhecimento.

É importante lembrar que todo um ambiente até então familiar aos funcionários será alterado e que estes não são obrigados a aceitar de primeira essas mudanças. Tudo isso deve

fazer parte de um processo de implantação da fusão, que nesse aspecto deve ser realizado com certa calma e cautela, apesar de fazer parte de uma situação a ser estabelecida o quanto antes.

Isso nos traz, mais uma vez, a idéia de que tudo que se fala sobre fusões e aquisições, todas as mensagens apresentadas convergem em um ponto de particular importância para que todo o processo de assimilação das mudanças necessárias se dê com sucesso e em toda a estrutura empresa: as pessoas que dão vida a uma empresa. Enfim, não se deve jamais subestimar o valor da força de trabalho de uma companhia.

V. BIBLIOGRAFIA

1. Weston, J.Fred; Chung, Kwang S.; Hoag, Susan E.; “Mergers, Restructuring and Corporate Control”, Prentice Hall, New Jersey, USA, 1990, 1st edition.
2. Weston, J.Fred; Copeland, Thomas; “Managerial Finance”, Dryden, USA, 1.992, 9th edition.
3. Ross, Stephen A.; “Administração Financeira”, Atlas, São Paulo, 1.995, 1^a Edição.
4. Van Horne, James C.; Wachowicz, John M.; “Fundamentals of Financial Management”, Prentice Hall, New Jersey, USA, 1995, 5th edition.
5. Gitman, Lawrence J.; “Princípios de Administração Financeira”, Harbra, São Paulo, 1.997, 7^a edição.
6. Brealey, Richard A.; Myers, Stewart C.; “Principles of Corporate Finance”, McGraw-Hill, USA, 1996, 5th edition.
7. Key, Stephen L.(editor); “Guia da Ernst & Young para Administração de Fusões e Aquisições”, Record, Rio de Janeiro, 1.995, 2^a edição.
8. Gaughan, Patrick A.; “Readings in Mergers and Acquisitions”, 1994
9. Kay, John. “Fundamentos do sucesso empresarial: como as estratégias de negócios agregam valor” / John Kay. Rio de Janeiro: Ed. Campos, 1996.

10. Rasmussen, U. W. “Aquisições, fusões & incorporações empresariais: estratégias para comprar e vender empresas no país e exterior”. U.W. Rasmussen - S. Paulo: Edit. Aduaneiras, 1989.

11. Web Site: <http://www.bndes.gov.br>