

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

**FUSÕES & AQUISIÇÕES: Uma Abordagem Teórica e uma Análise dos Setores de
Energia e Telecomunicações**

Andréa Freire Moreira

Matrícula: 9614222

Orientador: José Henrique Tinoco

Dezembro de 2002

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

FUSÕES & AQUISIÇÕES: Uma Abordagem Teórica e uma Análise dos Setores de
Energia e Telecomunicações

Andréa Freire Moreira

Matrícula: 9614222

Orientador: José Henrique Tinoco

Dezembro de 2002

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

Agradecimentos:

À minha família por estar sempre presente.

Ao meu namorado Rodrigo Copony Valadares por todo carinho e incentivo.

Ao professor José Henrique Tinoco por toda atenção durante a execução deste trabalho.

Índice

Introdução.....	6
Capítulo I – Conceitos de Fusões e Aquisições.....	8
I.1 Tipos de Fusão.....	8
I.2 Motivo Financeiros para uma fusão.....	10
Capítulo II – Avaliação das Aquisições.....	12
II.1 Definição de Valor.....	12
II.2 Processo de Aquisição.....	13
II.3 Técnicas de Avaliação.....	15
II.3.1 Aquisição de uma empresa de Capital Aberto.....	18
Capítulo III – Análise do Setor Elétrico.....	21
III.1 Antecedentes Históricos da Privatização.....	21
III.2 Privatização.....	23
Capítulo IV – Análise do Setor de Telecomunicações.....	29
IV.1 Antecedentes Históricos da Privatização.....	29
IV.2 Privatização do Sistema Telebrás.....	30
Capítulo V – Conclusão.....	34
Bibliografia.....	35
Anexo.....	36

Índice de Tabelas e Gráfico

Tabela - Ranking Setorial de Transações 2002.....	36
Gráfico - Distribuição Geográfica das Transações 2002.....	37
Tabela - Comparação 1995 – 2002.....	38

Introdução

O modelo tradicional de formação de empresas, seguido do crescimento orgânico e estável está cedendo espaço para um novo paradigma de desenvolvimento empresarial baseado em fusões e aquisições. Atualmente muitas empresas adquirem pequenas companhias de alta tecnologia que estão entrando no mercado, para reduzir os tempos de desenvolvimento de produtos, para serem mais ágeis, para aumentarem market-share, para desempenharem um papel de grande importância na formulação estratégica da corporação.

As empresas que resultam da fusão de todos os ativos móveis que as duas companhias envolvidas possuem no País já nasce enorme.

As fusões podem ser justificadas até o ponto em que agregam valor, seja atraindo novos mercados, novos clientes, mão de obra qualificada. As fusões podem agregar valores maiores ou menores dependendo dos segmentos das empresas. No caso de empresas com capacidade diferenciadas, onde uma complementa a outra.

Os tipos de fusões diferenciarão de acordo com os objetivos das empresas. Poderão ser fusões horizontais, verticais, concêntricas ou conglomerados puros.

As operações de fusões e aquisições foram responsáveis pela sobrevivência de muitas empresas no país. Podemos citar as privatizações como representante significativo deste mercado.

No primeiro semestre de 2002, observou-se queda de 47% no volume de fusões em aquisições no Brasil, em comparação ao mesmo período do ano passado. Crises como energia, Argentina e o terrorismo nos EUA provocaram queda em alguns setores, pois alguns investidores perderam a confiança no mercado. Porém, no terceiro trimestre de 2002 já pudemos observar uma reatração nas fusões e aquisições, havendo uma queda de 13% com relação ao mesmo período de 2001. Todo esse movimento fez com que houvesse uma motivação para escrever sobre o tema. O que levam empresas a se interessarem umas pelas outras, quais os tipos de fusões encontrados, o processo de fusões e aquisições.

“A base do primeiro semestre deste ano foi muito alta, foi recorde. A queda do terceiro trimestre não foi o fim do mundo”. Disse André Castelo Branco, sócio da KPMG Corporate Finance.

Esse trabalho foi dividido em quatro capítulos e uma conclusão. No primeiro capítulo farei uma abordagem teórica sobre fusões e aquisições, os tipos de fusões, motivações financeiras que levam às operações desta natureza.

No segundo capítulo, introduzo alguns conceitos sobre avaliação das aquisições, como processos e técnicas.

O terceiro capítulo e quarto capítulos foram dedicados à uma análise do Setor Elétrico, primeiramente destacando antecedentes históricos à privatização e em seguida escrevendo sobre as privatizações ocorridas no setor, e uma análise do Setor de telecomunicações, também destacando os antecedentes históricos à privatização e posteriormente com um destaque especial à Privatização do Sistema Telebrás.

I. Conceitos de Fusões e Aquisições

Esse capítulo será dedicado à discussão sobre os tipos de fusões e motivos que levam empresas a se interessarem umas pelas outras, qual a razão leva as empresas a valerem mais juntas do que separadas. Devemos considerar que fusões podem obter sucesso ou não, algumas vezes observam-se empresas despreparadas para os processos de fusão e aquisição, o que pode levar ao fracasso. Dentre alguns motivos está o mau gerenciamento ou até falta de sorte no planejamento. Outro fato persistente é o custo da aquisição, empresas pagam caro.

I. 1 Tipos de Fusão

Uma fusão envolve a combinação de duas ou mais empresas formando uma terceira completamente nova. Esta nova empresa absorve os ativos e passivos das empresas que a formaram. As antigas empresas podem deixar de existir completamente, ou matem suas personalidades jurídicas. No caso da incorporação, o conceito é bastante semelhante ao da fusão, sendo que na incorporação a empresa resultante mantém a identidade de uma das incorporadas, geralmente a maior incorpora a menor.

Os conceitos a serem analisados são exatamente os mesmos, tanto para as fusões, aquisições e incorporações.

Classificação das operações de fusão, aquisição e incorporação:

A *fusão* pode ser *horizontal*, duas firmas que pertencem ao mesmo segmento decidem unir-se ou uma comprar a outra formando uma empresa com maior market share. Esse tipo de fusão pode ocorrer quando uma empresa decide comprar suas concorrentes, aumentando market share, reduzindo concorrência. Ou até para penetrar mais rapidamente em novas regiões. Exemplos de fusões horizontais, caso do Burroughs and Sperry que formaram a Unisys; caso do Pão de Açúcar que comprou diversas lojas de redes de supermercados, levando a empresa a uma das líderes no ranking de supermercados no Brasil; o caso da Antarctica + Brahma, surgindo a AmBev; a compra da Cervejaria Xingu, do Paraná, pela Kaiser; e a compra da linha de chocolates da Visconti pela Hershey.

Fusão vertical – firmas de diferentes estágios de produção unem-se, desejando controlar o processo de produção, desde a matéria-prima até o produto acabado. Esse tipo de fusão pode gerar redução de custos, através de diminuição de gastos com transportes, melhorias nos estágios de produção, pois o fluxo de informação torna-se mais eficiente, aumentando margens de lucro.

Quando firmas de atividades não correlacionadas resolvem integrar-se chamamos de *conglomerados*. Firmas que desejam crescimento não almejando aumentar o risco diversificável. Como exemplo podemos citar a aquisição da Montgomery Ward pela Mobil Oil.

Chamadas de *fusões concêntricas*, firmas de diferentes segmentos de produção, ou firmas de mesmo segmento, que apresentam algum tipo de sinergia. Podemos citar como exemplo, a aquisição da Lotus pela IBM.

Fusões e Aquisições: classificação e principais motivações

Tipo	Definições	Possíveis objetivos
Horizontal	Fusões dentro de uma mesma indústria ou segmento	Obter de economias de escala e escopo Elevação do Market share Penetrar rapidamente em novas regiões
Vertical	Fusões de empresas que estão a frente ou atrás da cadeia produtiva	Maior controle sobre as atividades Proteção de investimento principal Maior facilidade na distribuição dos produtos Assegurar matérias-primas (eventualmente a custos baixos)
Concêntricas	Fusões de empresas com produtos ou serviços não similares que apresentam algum tipo de sinergia	Diminuição de custos de distribuição Diversificação do risco Adquirir rapidamente o know-how no setor Ampliar a linha de produtos Entrar em novos mercados
Conglomerados Puros	Fusões sem qualquer tipo de sinergia	Diversificação do risco Aproveitar as oportunidades de investimento

Fonte: Elaboração própria do BNDES a partir de dados de Informação Econômica, v.27, nº 12, Dez.1997

I. 2 Motivos Financeiros para uma fusão

1. Sinergia Financeira

Motivação inicial da maioria das fusões é aumentar valor. Se há uma fusão entre duas firmas formando uma nova firma e esta nova tem maior valor do que as duas separadamente, podemos afirmar que há sinergia entre elas, isto quer dizer que a fusão deverá ser benéfica para ambas às firmas.

Sinergias financeiras têm como resultado economias de escala, seja através de redução de custo com marketing, distribuição, assim como, aumento no poder de mercado.

2. Economias de escala operacional

As economias de escala são objetivos de grande relevância em fusões horizontais, pois há um aumento significativo na produção, reduzindo custos.

Observa-se existir um nível ótimo de produção, quando se ultrapassa esse nível ótimo inicia-se um processo de deseconomias de escala. Então se diz que o objetivo das empresas é realizar fusão a fim de atingir seu nível ótimo de produção. Essas economias de escala também são observadas nas fusões verticais e conglomerados, mas de forma mais branda.

Nas fusões verticais observam-se maiores economias de escalas operacionais, como fácil coordenação, o que resulta em redução custos com distribuição de produtos acabados.

3. Teoria de Recursos Complementares

As empresas são melhores juntas do que separadas, fazem melhor uso de seus recursos, cada uma delas passa a possuir mais recursos, não precisando mais adquirir certos produtos (ingredientes para o produto final). Caso haja sucesso na fusão, a nova empresa torna-se mais eficiente e diversificada, podendo obter maior variedade de produtos.

4. Aumento de Market Share

Empresas podem decidir por fusões e aquisições a fim de aumentar seu market share, reduzindo concorrência e até chegando ao monopólio. Para que isso não ocorra, a Legislação Brasileira fiscaliza os processos de fusões e aquisições através do Conselho de Defesa da Economia.

5. Redução da incapacidade administrativa

Mudanças na administração, muitas vezes, são necessárias. No caso dos processos de fusões, geralmente, a empresa que possui maior influência administrativa assume o controle. O que enfrentam são conflitos entre controladores e controlados, que muitas vezes demonstram dificuldade em abandonar suas estratégias e estilos.

6. Aumento da lucratividade

Quanto mais se analisa empresas que fundiram ou foram adquiridas, observa-se que o nível de eficiência aumenta. As empresas tornam-se mais eficientes juntas do que separadas, resultando em economias de escala, que levam a reduções de custos, o que aumenta a lucratividade, como já foi citado nesse capítulo.

7. Transferência de tecnologia

Outra grande motivo para fusões é a transferência de tecnologias, que se torna cada vez mais freqüente, também, nos casos de join – ventures.

II. Avaliação das Aquisições

Nesse capítulo destacarei a avaliação das aquisições, processos e técnicas utilizadas, bem como a avaliação da aquisição de uma empresa de capital aberto.

Segundo Guia da Ernst & Young, o negócio precipitado pode gerar descontentamento na aquisição, pois algumas vezes percebe-se ser um negócio desconhecido.

Foi citado no texto, o caso da Fluor Corporation que adquiriu a St. Joe Minerals, concordando em menos de uma semana, com o contrato. O próprio presidente do conselho classificou o tempo do acordo “tão curto que ficou embaraçoso”. A St. Joe projetou seus lucros para 5 anos, muito acima do atingido, pois não levou em conta a recessão que houve no período, com queda de inflação ou alteração nos preços dos metais, fazendo com que a empresa não conseguisse chegar ao ponto de equilíbrio.

O conhecimento do negócio de uma aquisição em potencial é de grande importância, a determinação de um preço justo é integrante essencial de uma atividade de desenvolvimento bem dirigida.

Destacaremos algumas questões para que haja um bom entendimento da decisão de aquisição, no que tange o resultado.

II. 1 Definição de Valor

Afirma-se que o valor justo a ser pago é o preço pelo qual o comprador está disposto a pagar e o vendedor a vender, sem que haja imposição para compra e venda. Então um comprador deve pagar pelo que é e/ou pela informação que tem da empresa.

O valor pode mudar significativamente, dependendo da área de atuação da empresa compradora em potencial. Um grupo corporativo que atua na indústria da empresa que está à venda pode pagar um preço mais alto, como resultado de sua capacidade de reduzir

custos indiretos e/ou beneficiar-se da combinação das duas empresas, do que um grupo cujas projeções apóie o determinado preço.

Como exemplo podemos citar o caso de uma Hidropônica, que teria um valor mais alto para uma rede de supermercados do que para uma empresa de outro segmento de indústria.

II. 2 Processo de Aquisição

As aquisições exercem grande influência sobre a situação financeira de uma empresa, sendo esta negativa ou positiva. As etapas de planejamento e execução são de importância considerável para a organização. O processo de aquisição é bastante dinâmico, onde determinadas tarefas são essenciais, como:

- ◆ Estabelecimento de responsabilidades no nível de políticas
- ◆ Desenvolvimento de um plano de aquisição
- ◆ Identificação dos critérios de aquisição
- ◆ Identificação de todos os candidatos em potencial
- ◆ Estabelecimento de contratos eficazes com os candidatos
- ◆ Negociação de termos que preservem os benefícios identificados
- ◆ Aproveitamento desses benefícios

Para que as tarefas sejam concluídas um grupo de informações é necessário, fazendo assim com que o processo de aquisição seja eficaz:

Produtos/Mercados

- ◆ Divisão de volumes /margens por linhas de produto, com base para determinação do crescimento de vendas (para produtos já existentes e produtos novos).
- ◆ Necessidades/custos para marketing e vendas futuras
- ◆ Tendência para preços/margens; futuras restrições/oportunidades.

Operações /Organização

- ◆ Componentes atuais e futuros, 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 impacto do crescimento
- ◆ Custos que permanecem/crescem/declinam após a aquisição
- ◆ Sinergias que podem implicar redução de custos

Indústria/Concorrência

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

As variáveis acima devem ser bem compreendidas, assim como os dados confiáveis para que possa refletir o mais próximo da realidade.

A coleta e compreensão dos dados têm como objetivo análises de mercados e do setor onde a empresa atua, para que possamos projetar vários cenários alternativos.

II. 3 Técnicas de Avaliação

Um breve entendimento das técnicas de avaliação de uma aquisição será dado abaixo, citando vantagens e desvantagens.

Análise do fluxo de caixa descontado

Análise de fluxo de caixa descontado é uma abordagem muito comum para avaliação de fusões e aquisições. O valor do fluxo de caixa pode ser calculado com base nos lucros operacionais, sem levar em conta custos de financiamento e receitas de ativos não-operacionais. Como resultado, o valor líquido do patrimônio é obtido subtraindo-se o valor de mercado da dívida ou somando-se o valor de mercado dos ativos não operacionais. Essa técnica leva em consideração que um dólar hoje vale mais do que um dólar recebido no futuro, pois esse dólar de hoje pode ser investido, gerando retorno durante esse tempo.

Outros componentes da técnica de fluxo de caixa descontado podem afetar o resultado:

- ◆ Período de projeção
- ◆ Necessidade de reinvestimento
- ◆ Valor residual
- ◆ Taxa de desconto

Período de Projeção, considerado como ciclo natural dos negócios, varia de acordo com a indústria (em sua maioria de 5 a 10 anos). Deve ser modelado em períodos onde há altos e baixos, para que o comprador possa entender e observar os diferentes cenários, analisar variação custo/ capital de giro, entre outras informações.

Necessidades de reinvestimento, lucros após impostos não representam o verdadeiro fluxo de caixa disponível. É necessário levar em conta necessidades de reinvestimento para que a empresa cresça. Reinvestimento esse que pode ser em forma de investimento em ativos fixos e/ou capital de giro. As decisões devem ser tomadas com base nas tendências passadas.

Valor residual. No final do período projetado, a empresa adquirida terá um valor residual. Esse valor pode ser calculado de diversas maneiras, mas duas delas são as mais comuns, método de perpetuidade e abordagem do multiplicador. Perpetuidade capitaliza fluxo de caixa/ lucro projetado do último ano pela taxa de desconto, como se fosse uma anuidade. Abordagem do multiplicador mostra a relação preço/lucro ao lucro líquido do último ano. Quanto mais alta taxa de desconto mais baixa relação preço/ lucro. Essa abordagem nos dá uma idéia mais real do valor, em especial às empresas que impõem um preço/ lucro mais alto no mercado. As hipóteses são adotadas de acordo com a situação.

Taxa de desconto, pode ser derivada do plano estratégico de cada empresa, o qual pode identificar as taxas de custo de oportunidade para qualquer indústria. O entendimento da obtenção da taxa de desconto usada e se ela pode ser considerada razoável na indústria é questionado. Este valor influencia de forma decisiva o cálculo do fluxo de caixa descontado.

O método de Fluxo de caixa descontado tem como vantagens, elaborar um modelo do desempenho esperado e entender as sensibilidades, ajuda no entendimento das relações entre desempenho, fluxo de caixa e balanço e, apresenta como desvantagem o fato de algumas vezes não refletir a realidade das tendências de preços do mercado.

Análise de Transações Comparáveis

As transações comparáveis têm como objetivo identificar relações entre preços, relações preço/lucro, preços pagos acima do valor de mercado ou do valor contábil. Através dessa pesquisa observa-se que uma abordagem com foco nos lucros resulta em um valor superior ao de uma com foco no valor contábil.

O método de Transações Comparáveis fornece comparação com aquisições reais – revela quem são e quanto estão pagando os outros compradores. Devemos também levar em consideração que os dados das transações podem estar incompletos.

Análise de Empresas Comparáveis

Essa análise é semelhante ao método de transações comparáveis, pois identifica uma relação entre preço e aplicação dos lucros ou valor contábil da aquisição. Um ponto de referência adicional para o comprador é como o valor da aquisição em potencial se comprara com os preços de mercado de empresas de capital aberto, sujeitas a riscos e tendências econômicas.

Pontos importantes a serem abordados, quando se utiliza o método de empresas comparáveis:

- ◆ Empresas de uma só atividade são melhores do que conglomerados. No caso de conglomerados, as unidades de negócio devem ser analisadas individualmente.
- ◆ Os índices de preço/lucro com histórico ruim podem não ter significado no cálculo de dados comparáveis.
- ◆ Para determinação da posição dos índices correntes com relação aos dados históricos é importante saber se as médias utilizadas estão na extremidade superior ou inferior da faixa histórica.

◆ Determinar desempenho de boas e ruins empresas na lista das comparáveis, para que seja confrontado à aquisição em potencial.

Valor Contábil Ajustado

Métodos de cálculo de estoque alternativos podem ser utilizados, fazendo com que o valor de ativos intangíveis, como patentes e uma força de vendas bastante eficiente, pode não se refletir no balanço mas pode contribuir para lucros superiores para a empresa.

Análise de Liquidação

Uma empresa com valor relativamente pequeno como negócio em andamento. Uma boa análise pode ser considerar quanto valeriam os ativos individualmente se fossem vendidos em leilões ou em uma liquidação de sessenta e noventa dias. Isso estabelece, no mínimo, um piso para avaliação.

Os métodos de valor contábil ajustado e análise de liquidação, podem ser de extrema relevância se a empresa estiver sendo adquirida pelos seus ativos subjacentes, e não pelo seu valor como negócio em andamento. Mas pode também não refletir o valor econômico da empresa, especialmente se esta gera grandes lucros.

II. 3. 1 Aquisição de uma empresa de Capital Aberto

As questões associadas à aquisição de uma empresa de mercado aberto não são muito complexas, mas devem ser tratadas de forma correta para que não prejudique o adquirente, elevando juros.

Métodos de aquisição – Existem quatro maneiras distintas para aquisição:

◆ *Fusão*, forma mais comum de aquisição do controle de uma empresa de capital aberto. É feita através da votação dos acionistas, sendo esse o método, provavelmente, simples e barato para o adquirente. A Fusão dá aos acionistas uma visão clara da transação;

ao adquirente dá mais tempo para conduzir as devidas análises e custo da elaboração de uma oferta de compra; despesas com uma simples procuração para os acionistas é geralmente menor do que a de elaboração de uma oferta de compra e/ou barganhar por ações para que a operação seja efetuada. O adquirente também ganha o benefício de ficar com lucros da empresa nesse período e financiar a aquisição posteriormente. Mas também existe a desvantagem do tempo, pois se pode perder a empresa para outra interessada. Em cada caso devemos analisar esses pontos e observar se as vantagens superam as desvantagens, isto é, os prós e contras.

◆ *Oferta pública de compra*, esse método não faz necessária à votação de todos os acionistas, caso um número suficiente seja a favor da venda de ações a um determinado preço, não é necessária votação formal, o que acaba, por muitas vezes, fazendo com que a gerência dê atenção às propostas. Caso o adquirente consiga fazer o acordo é importante limitar o risco de perder o negócio para outro interessado.

Observa-se que a oferta de compra tenha um custo menor do que a fusão mas devemos estudar a relação entre esse custo e o risco de perder o negócio.

Uma vez iniciada uma oferta de proposta fica difícil a gerência retardar o resultado, então ou esta faz uma nova transação ou acaba prevalecendo uma proposta hostil. Sem a oferta pública de compra, uma transação negociada seria bastante difícil. Dado que o adquirente consiga o acordo, é quase improvável que solicitem uma votação. A espera de uma votação não seria interessante para o adquirente pois como foi mencionado acima, o risco de um novo interessado existe.

◆ *Oferta de troca* funciona como a oferta de compra, com exceção de o adquirente oferecer títulos ao invés de dinheiro. Como a oferta de compra, a oferta de troca pode ser levada diretamente aos acionistas da empresa.

Como a oferta de troca é feita com títulos, estes precisam estar registrados na Securities and Exchange Commission (SEC), o que pode levar mais tempo do que a conclusão de uma fusão via votação dos acionistas. Assim podemos concluir que a oferta

de troca é muito pouco utilizada pois obtém-se um mesmo resultado, no mesmo prazo e de forma hostil.

III. Análise do Setor Elétrico

Durante décadas o setor público brasileiro promoveu ações e programas voltados para o desenvolvimento econômico e industrial do país, participando, direta e indiretamente, da consolidação de diversos setores produtivos, tais como: siderúrgico e energético (década de 30), mineração (década de 40), transportes (década de 50) e petroquímico (décadas de 60 e 70).

Diante da concorrência acentuada e acelerada na economia mundial, mercados altamente globalizados, constantes desenvolvimentos tecnológicos, e a necessidade de reduzir as dificuldades fiscais do governo, reestruturar e tornar mais eficiente os serviços públicos prestados à sociedade, foi criado, em 1990, o Programa Nacional de Desestatização (PND).

O PND tem como objetivo reordenar a participação estatal na economia; reduzir a dívida pública; e principalmente reordenar a infra-estrutura, que impedem o crescimento econômico brasileiro; e aumentar a produtividade e competitividade industrial nacional.

Esse foi o primeiro programa da economia brasileira dedicado integralmente à privatização de empresas estatais, venda de participações minoritárias e concessão à iniciativa privada de serviços públicos, principalmente telecomunicações, eletricidade, transportes e saneamento.

III.1. Antecedentes Históricos da Privatização

Faz-se necessária uma revisão para que seja compreendida a reestruturação realizada no setor elétrico brasileiro.

Até a década de 30 a presença do Estado no setor elétrico era bastante limitada. Em meados dos anos 30 foi promulgado o Código de Águas, atribuindo à União o poder de autorizar ou conceder o aproveitamento da energia. Os recursos hídricos passam a ser incorporados integralmente ao patrimônio da União.

Foi nos anos 40 onde houve a nacionalização do setor elétrico.

Após 1945 observou-se um aumento na demanda de energia elétrica, devido ao crescimento da população urbana, da industrialização, do comércio e dos serviços. Nesse período já começamos a observar a necessidade de racionamento de energia nas principais capitais brasileiras.

Ao longo da década de 50, praticamente todos os estados da federação constituíram empresas estatais de energia elétrica.

Em 1963, constitui-se a Eletrobrás S.A . Na década de 90 inicia-se uma reestruturação no setor.

A Eletrobrás foi criada como uma *holding* federal com controle acionário da maioria dos ativos de transmissão e geração através de suas quatro subsidiárias (Chesf, Eletronorte, Eletrosul e Furnas). Também controlando os ativos de energia nuclear e detendo 50% do controle da Itaipu Binacional (em conjunto com o Paraguai).

Com a criação do PND, o processo de privatização foi ampliado e melhorado comprado com a década anterior. No período de 1990 a 1994, o governo obteve resultado geral de US\$12,6 bilhões com as privatizações, que envolveram, principalmente, as empresas do setor siderúrgico.

O governo obteve uma receita de US\$8,1 bilhões e a transferência de dívidas foi de US\$4,5 bilhões. O pagamento pela aquisição das empresas era feito com títulos da dívida pública federal, as conhecidas “moedas de privatização”.

O modelo centralizado parecia funcionar bem, mas não era totalmente abrangente. Observava-se que os governos dos estados mais ricos nas regiões Sul e Sudeste resistiram ao modelo centralizado e implementaram programas agressivos de investimento para a criação de seus próprios ativos de geração e transmissão, para economias com crescimento acelerado. A Cesp, Cemig, Copel e CEEE detinham uma fatia considerável dos ativos de

geração de energia elétrica em 1995, além do controle das atividades de distribuição. A Light e a Eletropaulo possuíam a maioria de seus ativos em empresas de distribuição.

No início dos anos 80, o modelo centralizado começou a mostrar sinais de fraqueza econômica e financeira. Fundamentalmente, a centralização do planejamento e a facilidade de obtenção de financiamento não submeteram as decisões de investimentos ao mesmo tipo de exame usado na avaliação de investimentos privados, isto é, análise de fluxos de caixa descontado.

Fatores relevantes que caracterizaram o fim da centralização:

- ◆ crise financeira da União e dos Estados, inviabilizando a expansão da oferta da eletricidade e a manutenção da confiabilidade das linhas de transmissão. O consumo de energia, embora em desaceleração, mantém um crescimento elevado e superior ao crescimento da produção, mostrando-se pouco sensível às flutuações na atividade econômica, especialmente nas classes residencial e comercial;-
- ◆ má-gestão das empresas de energia, problemas de administração
- ◆ as empresas não haviam se adequadado ao sistema regulador.

III.2. Privatização

O processo de privatização visava permitir a entrada de capital privado para elevar as taxas de investimento e assegurar a capacidade de geração assim como transmissão, distribuição, podendo assim atender às necessidades do país.

O programa de privatização do setor elétrico foi iniciado em 1995, início do governo de Fernando Henrique. Já em 1997, observou-se que o setor privado era proprietário de cerca de 30% das grandes empresas do setor de distribuição elétrica no País e, esse percentual atingiu cerca de 50% em 1999. No período de 2000 três companhias foram

privatizadas, a Celpe, a Cemar e a Saelpa. Com a crise de abastecimento de energia, no ano de 2001 nenhuma privatização foi feita no setor.

A partir de 1995, com a edição das Leis de Concessões, que estabeleceu o sistema de licitação para concessão de serviços públicos (competição pelo mercado), permitiu ao Poder Público outorgar a concessão de um serviço público mediante licitação. Os direitos e obrigações das concessionárias foram estabelecidos, sendo a necessidade de um sistema tarifário e regulador, que garantisse o equilíbrio econômico e financeiro da concessão, fosse reconhecida.

No mesmo período houve a criação do Programa Nacional de Desestabilização e sua extensão para os Estados, o processo de privatização foi acelerado, onde hoje podemos observar que a maioria dos Estados brasileiros possui a distribuição de energia realizada por empresas privadas.

Em 1996, foi contratado, pelo Ministério das Minas e Energia, através de licitação, o consórcio liderado pela Coopers & Lybrand onde se apresentou uma proposta de reforma no setor elétrico que, desde então vem sendo implementada.

O setor de energia já possuía um novo modelo que apresenta como características, um regime de concorrência entre as empresas; garantia de livre acesso a rede; instituições que zelam pelo bom funcionamento do sistema; e reestruturação da participação do governo, que tem como papel induzir os investimentos, regulamentar, gerenciar e regular as operações do setor. Neste novo modelo da indústria de eletricidade no Brasil, a produção de energia elétrica foi definida como sendo um mercado contestável, havendo possibilidade de competição nesse segmento.

Pela Lei 9.427, de 26 de dezembro de 1996, foi criado o maior órgão regulador devido a privatização do setor, a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), responsável pela fiscalização deste segmento, elaborando assim um programa periódico de reajuste tarifário e aumentando da eficiência no fornecimento de energia elétrica. Essa fiscalização fez com que as concessionárias partissem para busca de aumento de eficiência e as novas

gestões se voltaram para investimentos em melhoria da qualidade de seus sistemas, destacando os programas de redução de perdas de energia.

Dentre diversas tarefas de regulamentação, a ANEEL tem como principais as seguintes:

- ◆ garantir a qualidade do serviço aos consumidores;
- ◆ realizar a solicitação de licitações para novas concessões de geração, transmissão e distribuição;
- ◆ garantir que o MAE opere de forma competitiva;
- ◆ estabelecer critérios para custos de transmissão;
- ◆ fixar e/ou implementar revisões de tarifas

Foram instituídos no período de 1998, o Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS), que coordena e controla a operação da geração e transmissão de energia elétrica nos sistemas interligados, sempre zelando pela sua otimização. Este também faz recomendações de planejamento de curto prazo e de regulamentação à ANEEL, e o Mercado Atacadista de Energia (MAE), que iniciou operações em setembro de 2000, e era responsável pela implantação e operação dos contratos de suprimento de longo prazo do setor. Entidades estas privadas responsáveis também pela regulamentação do setor, desde a geração, passando pela transmissão, comercialização e distribuição da energia.

A privatização de duas grandes empresas de distribuição como a Light e a Escelsa ocorreu no final de 1995 a início de 1996. Período onde foi criado pelo governo o Programa de Estímulo às Privatizações Estaduais (Pepe), onde o financiamento aos Estados era feito pelo BNDES aguardando os recursos que seriam obtidos nos leilões. Ao final de 1996, a Cerj, no Rio de Janeiro, foi privatizada, sendo essa a primeira empresa de distribuição estadual privatizada. Desde então, várias empresas estatais foram privatizadas. Os estados puderam privatizar essas empresas de distribuição antes da completa reestruturação do setor elétrico, anteriormente ao reajuste das tarifas fazendo com que houvesse maior incerteza do ponto de vista do investidor.

Em 1997, oito distribuidoras de energia e uma geradora foram privatizadas. Além das privatizações ocorridas nesse período podemos citar a venda de 32,96% do capital votante da Cemig.

Em 1998, cinco distribuidoras de energia e uma geradora foram privatizadas. É importante ressaltar que no mesmo período houveram fusões entre distribuidores de energia paulistas.

Até início de 2000, mais de 60% do mercado nacional de distribuição estava em poder de empresa privadas, com grande participação de grupos norte americanos e europeus. Isso pode ser observado na tabela a seguir.

Tabela 1 - Processo de Privatização no Setor Elétrico Brasileiro

Empresa	Data da Venda	Principais Acionistas	Participação no Mercado Nacional (*)
I- Distribuição Sul-Sudeste-Centro-Oeste			
1. Escelsa/ES	12/07/95	Iven (Brasil)/GTD (Brasil)	2,20%
2. Light/RJ	21/05/96	EDF(França)/AES e Houston (EUA)	9,00%
3. Cerj	20/11/96	Endesa e Chilectra (Chile), Endesa (Espanha) e EDP(Portugal)	2,40%
4. RGE/RS	21/10/97	VBC (Brasil)/ CEA (EUA)	1,90%
5. AES Sul/RS	21/10/97	AES (EUA)	2,40%
6. CPFL/SP	01/11/97	VBC e Bonaire (Brasil)	7,10%
7. Enersul	19/11/97	Iven e GTD (Brasil)	1,00%
8. Cemat/MT	27/11/97	Grupo Rede/Inepar (Brasil)	0,95%
9. Metropolitana/SP	15/04/98	EDF(França)/AES e Houston (EUA)	13,70%
10. Elektro/SP	16/07/98	Enron (EUA)	4,10%
11. Bandeirante	17/09/98	VBCe Bonaire (Brasil)/ EDP (Portugal)	9,20%
II - Distribuição Norte/Nordeste			
12. Coelba/BA	01/07/96	Iberdrola (Espanha) e Previ (Brasil)	3,30%
13. Energipe/SE	01/12/97	Cataguases (Brasil) e CMS (EUA)	0,60%
14. Cosern/RN	01/12/97	Iberdrola (Espanha) e Previ (Brasil)	0,90%
15. Coelce/CE	02/04/98	Endesa e Chilectra (Chile), Endesa (Espanha) e EDP(Portugal)	1,90%
16. Celpa/PA	01/07/98	Grupo Rede/Inepar (Brasil)	1,20%
17. Celpe/ PE	17/02/00	Iberdrola (Espanha) e Previ (Brasil)	2,40%
III - Geração			
18. Cachoeira Dourada/ Gerasul/SC	05/09/96	Endesa (Chile)	0,03%
Parapanema/SP	15/09/98	Tractebel (Bélgica)	6,80%
Tiête/SP	28/07/99	Duke-Energy (EUA)	4,90%
	27/10/99	AES EUA)	5,6

Fonte: BNDES

OBS.(*) Participação: Distribuidoras por energia vendida e Geradoras por geração bruta total

Em junho de 2001, a Câmara de Gestão da Crise de Energia Elétrica criou um Comitê de Revitalização do Modelo do Setor Elétrico, preservando os princípios básicos do Modelo que são, competitividade, existência de investimento privado, qualidade de serviços e a oferta de energia compatível às necessidades do país, isto é, sempre atender à demanda. E têm como objetivo principal eliminar as disfunções correntes e aperfeiçoamento do modelo.

O governo deverá estar sempre atento quanto ao acompanhamento da nova estrutura do mercado de energia, tornando-a cada vez mais adequada às necessidades brasileiras, além de apresentar ótimas oportunidades aos investidores privados.

Pesquisas feitas pela KPMG nos mostram que até o terceiro trimestre de 2002, o setor de energia está em primeiro lugar do ranking setorial de transações. Devemos observar logo abaixo o gráfico com o total de transações – domestic e cross border. Ver Tabela de Ranking Setorial de Transações – 2002.

Também podemos observar que São Paulo apresenta o maior percentual de distribuição geográfica das transações por estado até o terceiro trimestre de 2002. Ver Gráfico de Distribuição Geografia das Transações – 2002. Fonte KPMG Corporate Finance.

Por fim podemos analisar a comparação dos nove primeiros meses de 1995 a 2002, por setor. Ver Tabela Comparação 1995 – 2002 . Fonte KPMG Corporate Finance.

IV. Análise do Setor de Telecomunicações

IV.1. Antecedentes Históricos da Privatização

Na década de 60 havia uma grande limitação no setor de telecomunicação. Após aprovação da Lei 4.117, de agosto de 1962, que instituiu o Código Brasileiro de Telecomunicações, impulsionando a participação do Estado no fornecimento e operacionalização dos serviços de telecomunicações. A Constituição Brasileira de 1988 formalizou esse fato. O capital estatal controlava todos os ativos operacionais do setor, fazendo com que houvesse maior desenvolvimento e controle do bom funcionamento do setor.

O Código de 1962, definiu a competência do Estado; definiu os serviços de telecomunicações; criou o Conselho Nacional de Telecomunicações (Contel), órgão regulador para o setor que foi extinto posteriormente; autorizou o Poder Executivo a construir a empresa estatal (Embratel – com fim de explorar diretamente os serviços de telecomunicações de longa distância); e estabeleceu o Fundo Nacional de Telecomunicações (FNT), constituído a partir de uma sobretarifa nos serviços de telecomunicações por 10 anos para que houvesse financiamento à Embratel. A Embratel tinha como seus acionistas pessoas jurídicas de direito público, bancos e empresas governamentais, explorou diretamente os serviços dos troncos que integram o Sistema Nacional de Telecomunicações; inclusive concessões internacionais; os serviços públicos de telégrafos, de telefones interestaduais e de radiocomunicações. Após dez anos da criação da Embratel, todos os estados do país estavam interligados.

Em 1967, o Contel foi absorvido pelo Ministério das Comunicações, pois havia necessidade de um órgão que estabelecesse regras no setor para um ambiente onde companhias privadas e estatais operavam. Como exemplo dessas regras podemos citar as aprovações de tarifas, regras de interconexão, entre outras.

Com a criação da Telebrás, em 1972, o governo conseguiu unificar e nacionalizar o sistema de telecomunicações, sobre o controle do Ministério das Comunicações. A lei que se fez criar a Telebrás tinha como objetivo a incorporação de empresas prestadoras de

serviços, cujas concessões fossem expirando. Deu também a Telebrás o direito de desapropriar empresas telefônicas privadas, transferindo os ativos para suas subsidiárias.

A importância do órgão regulador foi diminuindo à medida que os serviços de telecomunicações foram sendo incorporados pelo Estado, sendo o Contel extinto em 1990.

A Embratel e a Telebrás tiveram grande importância na unificação e na criação de uma rede única de telefonia do país. O processo de consolidação das empresas permitiu alcançar grandes economias de escala ao serviço telefônico e permitiu que atraíssem recursos em larga escala para investimentos no setor.

A Telebrás estava sujeita à regulamentação por parte dos Ministérios das Comunicações, da Fazenda e do Planejamento. Tanto a Telebrás como as demais não tinham liberdade para decidir sobre seus investimentos. Com toda essa dependência, e controle sobre as tarifas, e uma necessidade de expansão da rede telefônica, havia o chamado “autofinanciamento”. O consumidor financiava sua própria linha telefônica ao pagar antecipadamente para conseguir sua linha telefônica. Demorava-se em torno de dois anos para que a linha fosse instalada, e em troca o consumidor recebia ações da própria Telebrás com base no valor patrimonial da ação. Isso fez com que, no momento da privatização, a participação acionária da União estivesse reduzida, isto é, caiu ao longo do tempo.

Em agosto de 1995, por Emenda Constitucional, fez o primeiro passo para a substituição do modelo estatal por um modelo mais ágil e com maior capacidade de atendimento à demanda do setor privado por serviços especializados.

IV.2. Privatização do Sistema Telebrás

A privatização da Telebrás foi uma das maiores e mais complexas do mundo, havia uma apreensão de que o monopólio estatal fosse transferido para o setor privado. A aprovação da cisão da Telebrás e 12 companhias holdings foi dada em abril de 1998, a data

da venda das 12 empresas havia sido marcada para julho de 1998 mas foi adiada para outubro de 1998.

O modelo de privatização escolhido pelo governo foi o de cisão da holding seguida de sua privatização. O governo também viu-se necessário a impor restrições à aquisição por um único grupo de mais de uma empresa de telefonia. As 12 empresas foram divididas em três grupos:

Grupo 1: telefonia fixa mas a longa distância (Telesp, Tele Norte-Leste, Tele Centro-Sul e Embratel)

Grupo 2: telefonia celular nas áreas mais favorecidas economicamente (telesp celular, Tele Sudeste celular, Tele Sul Celular e Telemig Celular)

Grupo 3: telefonia celular nas áreas menos favorecidas economicamente (Tele Leste celular, Tele Nordeste Celular, Tele Norte Celular e Tele Centro-Oeste Celular)

Apenas uma empresa em cada grupo poderia ser adquirida pelo mesmo comprador.

Resultado do leilão, o preço alcançado no leilão foi para apenas 19,26% do capital das empresas (equivalente ao capital total da Telebrás). A arrecadação do governo foi de R\$22,057 bilhões.

Abaixo seguem os compradores com respectivos valores:

Grupo I:

- ◆ Telesp (SP): comprada pelo consórcio Telebrasil Sul Participações, composto pela Telefónica de España, Portugal Telecom, RBS, Iberdrola e BBV, pagando R\$5,782 bilhões. Ágio de 64,28%.
- ◆ Tele Norte Leste (RJ, ES, MG, BA, SE, AL, PE, PB, RN, CE, PI, MA, PA, AM, RR, AP): comprada pela Andrade Gutierrez, La Fonte, Inepar, Macal, e companhias de seguro locais por R\$ 3,434 bilhões, com ágio de 1%.

- ◆ Tele Centro Sul (PR, SC, RS, MS, MT, GO, AC, TO, RO, DF): comprada pelo consórcio Solpart Participações, composto pela líder Telecom Itália, Algar, Opportunity e Splice por R\$2,7 bilhões. Ágio de 6,2%.
- ◆ Embratel (BR): comprada pela MCI, por R\$2,65 bilhões, com ágio de 47,22%.

Grupo II:

- ◆ Telesp Celular (SP): comprada pela Portugal Telecom, por R\$3,588 bilhões, com ágio de 226,18%.
- ◆ Tele Sudeste Celular (RJ, ES): comprada pela Telefónica de España, Iberdrola, NTT e Itochu por R\$1,360 bilhões, com ágio de 138,6%.
- ◆ Telemig Celular (MG): comprada pela Telpart composto por: Telesystem, fundos de pensão locais e Opportunity por R\$756 milhões, com ágio de 228,69%.
- ◆ Tele Sul Celular (PR, SC): comprada pela Telecom Itália, Globopar e Bradesco por R\$700 milhões. Ágio de 204,3%.

Grupo III:

- ◆ Tele Leste Celular (BA, SE): comprada pela Telefónica de España e Iberdrola, por R\$428 milhões, com ágio de 224%.
- ◆ Tele Nordeste Celular (AL, PE, PB, RN, CE, PI): comprada pela Telecom Itália, Globopar e Bradesco por R\$660 milhões, com ágio de 193,3%.
- ◆ Tele Norte Celular (MA, PA, AM, AP, RR): comprada pela Telpart composto por: Telesystem, fundos de pensão locais e Opportunity por R\$188 milhões, com ágio de 108,88%.
- ◆ Tele Centro-Oeste Celular (DF, GO, TO, MS, MT, RO, AC): comprada pelo consórcio BID, que inclui empresa Splice, por R\$440 milhões, com ágio de 91,3%.

O leilão foi um sucesso. É importante mencionar que o BNDES financiou até 50% da entrada quando se tratava de um comprador de empresa nacional. O sucesso da privatização deveu-se às claras regras do jogo, que foram objetivas e bem estabelecidas no leilão, quanto mais transparente for o processo, maior o interesse das empresas potenciais.

Pesquisas feitas pela KPMG nos mostram que até o terceiro trimestre de 2002, o setor de telecomunicações está em terceiro lugar do ranking setorial de transações. Devemos

observar logo abaixo o gráfico com o total de transações – domestic e cross border. Ver Tabela de Ranking Setorial de Transações – 2002.

Também podemos observar que São Paulo apresenta o maior percentual de distribuição geográfica das transações por estado até o terceiro trimestre de 2002. Ver Gráfico de Distribuição Geografia das Transações – 2002. Fonte KPMG Corporate Finance.

Por fim podemos analisar a comparação dos nove primeiros meses de 1995 a 2002, por setor. Ver Tabela Comparação 1995 – 2002 . Fonte KPMG Corporate Finance.

Conclusão

Quando uma empresa pensa em fazer uma aquisição ou diversas aquisições ao longo do tempo, a existência de um planejamento para gerenciar o processo aumenta consideravelmente as possibilidades de sucesso e evita enganos custosos. O tempo necessário à execução de um programa de aquisição vale o seu custo.

O mercado de fusões e aquisições tem demonstrado, nas últimas décadas, ser bastante dinâmico. As fusões e aquisições tornaram-se ferramentas empresarias para alcançar o crescimento acelerado, presença global e maior participação no mercado.

Esse crescimento acelerado é resultado das grandes mudanças que acontecem em modelos empresariais geradas pela globalização, pelo aumento da concorrência, e sofisticação dos consumidores. As empresas brasileiras sentiram a necessidade de adaptação ao novo cenário de competição e projeção internacional cada vez maior com relação aos investimentos estrangeiros.

Pode-se concluir, que a globalização, o crescimento nos investimentos estrangeiros no Brasil e as fusões e aquisições, que ocorrem cada vez com mais frequência, tenham uma forte relação.

As perspectivas com relação às fusões tendem a ser otimistas, na medida em que os problemas que o País vem enfrentando, como a grande volatilidade do mercado, sejam resolvidos.

Os setores de energia e telecomunicações tiveram grande volume de transações nos últimos meses, assim como os setores de alimentos, bebidas e fumo.

BIBLIOGRAFIA

- ◆ Brigham, Eugene F./ Gapenski, Louis C. - Financial Management – Teory and Practice, 8ª edição
- ◆ Guia da Ernst & Young para Administração de Fusões e Aquisições
- ◆ Fabretti, Laudio C. - Incorporação, Fusão, Cisão e Outros Eventos Societários, 1ª edição, Editora Atlas
- ◆ Rasmussem, U.W - Aquisições, Fusões e Incorporações Empresarias, Editora Aduaneiras
- ◆ Gitman, Lawrence J.; “Princípios da Administração Financeira”, Harbra, São Paulo, 1997, 7ª edição.
- ◆ Novaes, A Privatização do setor de telecomunicações no Brasil . Texto do BNDES, 2000
- ◆ Silva, A C V . Evolução do mercado de telecomunicações no período pós privatização. Texto do BNDES, 2000.
- ◆ Ferreira, C K L Privatização do setor elétrico no Brasil. Texto do BNDES, 2000
- ◆ Pires, J.C.R., Dores, A.B. Fusões e aquisições no setor de Telecomunicações: características e enfoque regulatório. Texto para discussão n.º 83, BNDES, 2000.
- ◆ Sites:

www.bndes.gov.br

www.kpmg.com.br

www.gazetamercantil.com.br

www.infraestruturabrasil.com.br

**Tabela - Ranking Setorial
de
Transações - 2002**

**Gráfico - Distribuição
Geográfica das
Transações - 2002**

**Tabela - Comparação
dos
nove primeiros meses
1995 - 2002**