

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
ESCOLA DE ENGENHARIA DE SÃO CARLOS
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO

**Um estudo sobre o avanço de aquisições alavancadas no Brasil: razões
e exemplos.**

Trabalho de Conclusão de Curso - I

São Carlos

2010

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
ESCOLA DE ENGENHARIA DE SÃO CARLOS
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO

Um estudo sobre o avanço de aquisições alavancadas no Brasil: razões e exemplos.

Trabalho de Conclusão de Curso I a ser apresentado ao Departamento de Engenharia de Produção da Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo

São Carlos

2010

SUMÁRIO

SUMÁRIO.....	II
LISTA DE GRÁFICOS	IV
LISTA DE FIGURAS	IV
LISTA DE QUADROS	IV
LISTA DE TABELAS.....	IV
RESUMO	V
ABSTRACT	V
1. INTRODUÇÃO	1
1.1. CONTEXTO	1
1.2. OBJETIVO.....	1
2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA.....	3
2.1. AQUISIÇÕES ALAVANCADAS.....	3
2.2. CRITÉRIOS PARA UMA AQUISIÇÃO ALAVANCADA.....	4
2.3. ESTRUTURA DA TRANSAÇÃO	5
2.4. BENEFÍCIOS E RISCOS DE LBOS.....	7
3. LBOS NOS ESTADOS UNIDOS.....	8
3.1. HISTÓRICO	8
3.2. PANORAMA MACROECONÔMICO	9
3.2.1. <i>Taxa de Juros</i>	10
3.2.2. <i>Produto Interno Bruto</i>	11
3.3. CONCLUSÃO	14
4. CENÁRIO MACROECONÔMICO BRASILEIRO	15
4.1. INTRODUÇÃO.....	15
4.2. HISTÓRICO	15
4.3. ALCANCE DA ESTABILIDADE ECONÔMICA.....	17
4.3.1. <i>Inflação</i>	18
4.3.2. <i>Projeção para o Produto Interno Bruto</i>	19

4.3.3.	<i>Taxa de Câmbio</i>	19
4.3.4.	<i>Investimento Estrangeiro Direto</i>	20
4.3.5.	<i>Balança Comercial</i>	22
4.3.6.	<i>Disponibilidade de Crédito</i>	23
4.4.	CONCLUSÃO	24
5.	EXEMPLOS	26
5.1.	LBOs NO BRASIL	26
5.1.1.	<i>CSN - Corus</i>	26
5.1.2.	<i>Sadia - Perdigão</i>	27
5.1.3.	<i>Magnesita</i>	28
5.1.4.	<i>San Antonio</i>	29
5.1.5.	<i>Conclusão</i>	30
5.2.	LBOs ESTADOS UNIDOS	31
5.2.1.	<i>RJR Nabisco</i>	31
5.2.2.	<i>SunGard Data Systems</i>	36
5.2.3.	<i>Conclusão</i>	38
6.	ESTUDO DE CASO	40
6.1.	MÉTODOS DE PESQUISA	40
6.2.	ESTRUTURA	40
6.3.	INTRODUÇÃO	40
6.3.1.	<i>Transação</i>	41
6.3.2.	<i>Resultados diretos</i>	42
6.4.	CONCLUSÃO	45
7.	CONCLUSÃO	47
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	49

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - VARIAÇÃO PIB X IPCA (%A.A)	18
GRÁFICO 2 - CRESCIMENTO DO PIB REAL (MUNDIAL X BRASIL).....	19
GRÁFICO 3 - INFLAÇÃO (%) E TAXA DE CAMBIO (R\$/US\$).....	20
GRÁFICO 4 – INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO (US\$ BILHÕES).....	21
GRÁFICO 5 - BALANÇA COMERCIAL BRASILEIRA	22
GRÁFICO 6 - EXPANSÃO DAS OPERAÇÕES DE CRÉDITO E DECLÍNIO DA INFLAÇÃO	24
GRÁFICO 7 - TAXA DE JUROS NORTE AMERICANA (FED FUNDS).....	11
GRÁFICO 8 – PRODUTO INTERNO BRUTO (US\$ TRILHÕES)	12

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 - CADEIA DE OFERTANTES NO CASO RJR NABISCO	34
---	----

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 - ESTRUTURA TÍPICA DE UMA TRANSAÇÃO DE LBO	6
---	---

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - CARACTERÍSTICAS DAS AQUISIÇÕES ALAVANCADAS PELOS ANOS.....	9
TABELA 2 - MAIORES LBOs DA HISTÓRIA.....	12
TABELA 3 - DADOS FINANCEIROS CONSOLIDADOS - RJR NABISCO.....	33

RESUMO

O atual cenário macroeconômico de estabilidade permitiu que o Brasil seguisse a tendência mundial de reorganização dos mercados, ingressando na era das fusões e aquisições. O Real forte, a taxa de juros em declínio e o risco-país estável, combinado a uma expansão generosa de crédito e liquidez nos mercados nacional e internacional, foram os fatores que proporcionaram tal ingresso.

Inserido nesse contexto, o presente estudo analisa as principais razões da ocorrência de aquisições alavancadas (Leveraged Buyout) no Brasil e as contrasta com as condições que propiciaram o aparecimento de tais operações nos Estados Unidos da América.

Palavras-chave: Aquisições alavancadas (LBOs), estabilidade econômica.

ABSTRACT

The current macroeconomic scenario allowed Brazil to enter the era of mergers and acquisitions on a financial market reorganization trend. Strong local currency, declining interest rates, stable country risk rates combined with a strong availability of credit and liquidity in the financial markets were the main reasons for such scenario.

Within this context, this paper analyzes the main reasons for the occurrence of leveraged buyouts in Brazil, and compares them with the scenario that allowed the emergence of such operations in the United States of America.

Key words: Leveraged buyout, economic stability.

1. INTRODUÇÃO

1.1. CONTEXTO

Nos últimos anos, precisamente a partir de 2006, o cenário macroeconômico brasileiro permitiu que o país seguisse a tendência mundial de reorganização dos mercados, ingressando na era das fusões e aquisições. O Real forte, a taxa de juros em declínio, e o risco-país estável combinado a uma expansão generosa de crédito e muita liquidez nos mercados nacional e internacional foram os fatores que proporcionaram tal cenário.

Em todo cenário de reorganização, seja por crescimento ou retração, as fusões e aquisições são meios comuns de atingir os objetivos almejados, que vão desde crescimento e/ou diversificação, passando por sinergia, levantamento de fundos, considerações tributárias, chegando até aumentos de capacidade administrativa e/ou da tecnologia.

Diante de tal figura macroeconômica verificamos a entrada, pela primeira vez no Brasil, das chamadas aquisições alavancadas, ou LBOs (*Leveraged Buyout*), que consistem em uma técnica de aquisição envolvendo o uso de grandes montantes de dívida para a aquisição de uma empresa. Geralmente tal dívida é quitada com o fluxo de caixa do novo negócio, e as garantias do empréstimo costumam ser os próprios ativos da empresa adquirida ou dos compradores.

Segundo profissionais da área financeira, as LBOs devem ser entendidas como uma evolução das finanças corporativas no Brasil. Atualmente, com o excesso de liquidez, as aquisições, em geral, são mais estudadas e evoluídas do que antigamente, e tal cenário permite viabilizar operações de LBO com mais frequência.

1.2. OBJETIVO

O objetivo da pesquisa é realizar um estudo sobre as aquisições alavancadas no Brasil, dar razões para seu ingresso e exemplificar com casos de LBOs em companhias abertas, dado a facilidade de obtenção dos dados referentes às mesmas.

Visa também comparar as condições econômicas que possibilitaram sua ocorrência no Brasil com as condições dos Estados Unidos da América da década de 1980, data e país onde surgiram as primeiras operações de aquisições alavancadas.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1. AQUISIÇÕES ALAVANCADAS

Segundo Blaydon e Wainwright (2006), uma aquisição alavancada (LBO) é uma técnica de aquisição envolvendo o uso de grandes montantes de dívida para a aquisição de uma empresa e que foi amplamente utilizada durante a década de 1980 nos Estados Unidos. As LBOs podem ser dadas como exemplos bem definidos de uma fusão financeira empreendida para criar uma sociedade anônima altamente endividada com incrementado fluxo de caixa e valor.

Para os autores, existem três maneiras as quais uma operação de aquisição alavancada pode gerar valor:

- Comprando na baixa e vendendo na alta (arbitragem de valor ou expansão de múltiplos);
- Reorganizando a correta estrutura de capital da empresa (reestruturando a relação *debt/equity*);
- Melhorar as operações da empresa (que se reflete na melhora das margens operacionais contidas na Demonstração de Resultado do Exercício).

Existem várias combinações entre as maneiras acima citadas, e o momento e a maneira como são aplicadas fazem parte do desafio enfrentado pelos investidores. As maneiras destacadas correspondem as três ondas de Leveraged Buyouts enfrentadas pelos Estados Unidos respectivamente nos anos 1980, início e metade dos anos 1990.

Os anos 1980 representaram a era das aquisições hostis e da divisão de conglomerados ineficientes. Nessa época, as aquisições alavancadas davam-se através de arbitragem de valor e de reengenharia do balanço da empresa. Vários exemplos da época dizem respeito às empresas que possuíam suas ações negociadas na bolsa de valores, e que após serem alvos de aquisições alavancadas tinham seu capital fechado. Já no início dos anos 1990 se baseavam na melhora de margens operacionais, e na metade da década as aquisições tinham, por objetivo, o aumento de vendas e ganho de escala.

Já para Gitman (1997), tais operações geralmente são realizadas com 90% ou mais do preço de compra financiados com a dívida, no entanto, cada empresa apresenta seu limite de alavancagem. Dados da revista econômica Capital Aberto, de fevereiro de 2007, demonstram que no Brasil o nível de alavancagem daquela data girava em torno de quatro a cinco vezes o Ebtida (sigla para o inglês de Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização), podendo crescer ainda mais conforme a oferta de crédito aumentar.

Para Gaughan (2007), um *Leveraged Buyout* é uma técnica de financiamento utilizada por uma variedade de entidades, incluindo a gestão de uma empresa ou grupos de fora, como outras empresas, parceiras, indivíduos ou grupos de investimento. Especificamente, é a utilização da dívida para comprar ações de uma corporação.

O mesmo autor afirma que quando uma companhia vende uma unidade de negócios, ou mesmo uma companhia inteira, para um grupo de gestores, esse tipo de negócio é conhecido como um *management buyout* (MBO). Tal negócio é feito em várias situações, e como exemplo, podemos citar quando uma companhia redefine seu planejamento estratégico e de acordo com ela certa unidade de negócios está fora de seu *core business*. Diante dos fatos, a companhia arquiteta a venda de tal unidade para os próprios diretores dela, caracterizando um MBO.

Os adquirentes em LBOs vão desde grupos de investidores a outras empresas, e freqüentemente incluem membros-chave da administração da empresa adquirida (GITMAN, 1997).

Como demonstrado pelo mesmo autor, um exemplo clássico de uma operação de tal natureza é a compra alavancada da *Greeting Cards* por um grupo de investidores e administradores encabeçados por William Simon, antigo Secretário do Tesouro Americano. O Grupo Simon Wesray adquiriu a Gibson da RCA por US\$81 milhões, do qual apenas um foi de capital próprio e os oitenta restantes emprestados. Os ativos da própria empresa foram utilizados como colateral, e três anos após a aquisição, 50 % da empresa adquirida foi vendida por US\$87 milhões. Neste caso, Wesray ganhou US\$87 milhões sobre US\$1 milhão investido.

2.2. CRITÉRIOS PARA UMA AQUISIÇÃO ALAVANCADA

Segundo Blaydon apud Luz (2009), as características específicas para um LBO incluem:

- Um fluxo de caixa que seja estável e previsível;
- Endividamento baixo da empresa a ser adquirida;
- Forte posicionamento no mercado atuante;
- Pouca necessidade adicional de capital de giro;
- Pouca necessidade futura de investimentos;
- Possuir grande base de ativos para serem utilizados como garantia de dívida;
- Alta liquidez nos ativos;
- Gestores altamente capacitados;
- Estratégia de saída coerente e viável;
- Alto potencial de redução de custos.

Já para apenas três fatores, tornam uma empresa alvo de uma operação dessa natureza:

- Uma boa posição em sua indústria, com sólidos lucros históricos e razoável expectativa de crescimento;
- Um nível de dívida relativamente baixo e um nível alto de ativos negociáveis que podem ser usados como colateral de empréstimo;
- Fluxos de caixa estáveis e previsíveis, adequados para atender aos pagamentos de juros e principal da dívida e prover um adequado capital de giro.

2.3. ESTRUTURA DA TRANSAÇÃO

O tipo de endividamento empreendido para levantar o capital necessário à operação é muito variado, e a apropriada estrutura da transação irá variar de caso a caso e entre indústrias. Fatores como as perspectivas para a empresa e a economia como um todo, sazonalidade, taxas de expansão, balanços no mercado e sustentabilidade das margens operacionais devem ser consideradas quando da determinação do ponto ótimo de alavancagem para a empresa alvo da LBO (Blaydon, 2003). O quadro abaixo reflete a situação citada:

Quadro 1 - Estrutura típica de uma transação de LBO.

Oferta	Percentual da Transação	Custo de capital	Parâmetros para o credor	Fontes
Dívida sênior	50 a 60%	7 a 10%	5-7 anos para o retorno, 2-3x EBITDA, 2x cobertura de juros	Bancos comerciais, Empresas de crédito, Empresas de seguro.
Financiamento de Mezzanine	20 a 30%	10 a 20%	7-10 anos para o retorno, 1-2x EBITDA	Mercado, Empresas de seguro, Fundos de LBO/ Mezzanine.
Ações	20 a 30%	25 a 40%	4-6 anos para a saída	Gestores, Fundos de LBO, Bancos de investimento.

Fonte: Blaydon apud Luz (2008).

Para Wainwright e Blaydon (2006), é possível identificar quatro tipos de estrutura de capital resultante de um típico LBO, a saber:

- Dívida bancária: é uma modalidade de crédito que pode ser paga e renegociada de acordo com a necessidade da empresa como, por exemplo, o pagamento da dívida em diversas tranches de acordo com as características da negociação.
- Dívida de alto rendimento: é geralmente usada para levar a alavancagem a índices que bancos não estão dispostos a levar. Geralmente as empresas emitem títulos de dívida e os negociam no mercado público ou privado das taxas atrativas que refletem a subordinação à posição da dívida bancária.
- Dívida Mezanino: numa posição mais baixa que a categoria acima, os emprestadores (fundos de *buyout*, fundos mezanino) cobram altas taxas e exigem garantias como opções de compra.

- *Private Equity*: a forma mais arriscada de capital. Se a empresa que toma o empréstimo entra em processo de falência, os detentores da dívida controlam o processo de falência e, no caso de liquidação, possuem prioridade de recebimento na venda dos ativos da empresa. Os que investem no capital da empresa, como são os últimos na posição de prioridades, perdem o controle da companhia e geralmente todo o investimento feito.

2.4. BENEFÍCIOS E RISCOS DE LBOS

Para Blaydon (2003), existem várias vantagens no uso de alavancagem para realizar uma aquisição. Grandes pagamentos de juros e do principal forçam a gerência a melhorar o desempenho e a eficiência operacional da empresa.

O fato de estar atrelada a dívida ocasiona um efeito chamado *discipline of debts* (disciplina da dívida), no qual a empresa é forçada a se concentrar na gestão de algumas iniciativas, como alienar os negócios *non-core*, *downsizing*, redução de custos e corte de investimento em melhorias tecnológicas que poderiam ser adiadas ou até mesmo rejeitadas. Dessa forma, o uso da dívida não serve somente como uma técnica de financiamento, e sim como uma ferramenta para forçar mudanças no comportamento da gestão.

Outra vantagem de tal operação consiste no fato de que os juros sobre a dívida são dedutíveis, enquanto que os juros sobre o capital próprio não. Desta maneira, segundo Kaplan (1989b), aumenta-se o escudo fiscal (*tax shield*) a valores significativos.

O mesmo autor afirma que o risco mais óbvio em uma operação de tal natureza é a angústia financeira. Acontecimentos imprevistos, tais como recessão ou mudanças no ambiente regulador, podem levar a dificuldades nos pagamentos, como violação dos termos do contrato da dívida ou até mesmo de toda dívida, resultando geralmente na perda de todo capital investido no mau negócio.

O valor que o comprador financeiro espera extrair de um LBO está ligado às taxas de crescimento de vendas, margens e taxas de desconto, bem como a gestão adequada do capital de giro da empresa. Lembremos que uma fraca gestão da empresa comprada ou mesmo um desalinhamento entre acionistas e alta direção pode levar ao insucesso da aquisição.

3. LBOS NOS ESTADOS UNIDOS

3.1. HISTÓRICO

As aquisições alavancadas foram iniciadas nos 1980 nos Estados Unidos. O ambiente macroeconômico de estabilidade ao longo dos últimos trinta anos foi crucial para o aparecimento e amadurecimento de tais operações. Em 1988, o número de aquisições dessa natureza totalizou 410, representando um valor total de US\$ 188 bilhões, em contraste com apenas 4 negociações em 1980 que totalizaram US\$ 1,7 bilhões, Kaplan e Stromberg (2008).

Na década de 1980, as principais operações ocorriam em empresas cujos mercados se encontravam em estágios de alta maturação como, por exemplo, indústria e varejo, e com frequência resultavam de empresas de capital aberto e culminavam no fechamento do capital da empresa. Um exemplo comum é a reestruturação do plano de negócios de Companhias de grande porte que redefinem seu *core business* e vendem certa linha de atuação para fundos de *private equity*.

Já na década de 1990, o que se observou foi um aumento no valor arrecadado por fundos de aquisição alavancada em comparação com a década anterior. De 1980 a 1988, fundos de LBO levantaram cerca de US\$ 46 bilhões, ao passo que de 1988 a 2000, US\$ 385 bilhões foram levantados. Uma maior quantia de dinheiro competindo pela compra de aproximadamente um mesmo número de empresas modificou o caráter da alavancagem e do valor das aquisições; Kaplan e Stromberg (2008).

O que se viu, nessas épocas, foi a redução da alavancagem por parte dos fundos e um substancial aumento na participação do *equity* do negócio. Em 1988, a média de *equity*, o qual os fundos contribuíam na aquisição, era de aproximadamente 9,7%, em 2000 tal quantia representava 38%.

O número de operações de aquisições alavancadas seguiu uma tendência crescente de 2000 a 2010, ainda com a mesma tendência de alavancagem. Os níveis de alavancagem vistos na década de 1980 são menos frequentes na atual década, e a análise do setor e da operação é ainda mais detalhada por parte dos investidores.

Até 1995, tais operações eram concentradas principalmente nos Estados Unidos, Canadá e Inglaterra. A grande razão é o nível de maturidade avançado no qual tais mercados

financeiros e as empresas se encontravam. Por utilizarem alta alavancagem, os fundos de LBO dependem da confiança de investidores e de grandes bancos na solidez do mercado investido. Um bom exemplo de tal fator é a remuneração de um título do governo norte americano frente à remuneração de um título brasileiro. Vale lembrar que o primeiro remunera consideravelmente menos que o segundo, dado a maior confiabilidade dos mercados nos Estados Unidos.

A partir de 1995 as operações de LBO começaram a se espalhar para outros países da Europa, e deixaram de ser exclusividade dos países citados. Do ano 2000 em diante, regiões como Ásia e Austrália foram palco de aquisições dessa natureza. Como evidência a tabela seguinte, o Brasil encontra-se dentro do “Resto do Mundo”, que conta com uma participação de apenas 3% no total de LBOs.

Tabela 1 - Características das Aquisições Alavancadas pelos anos

Período	1985-1989	1990-1994	1995-1999	2000-2004	2005-06/2007	1970-06/2007
EV Total	257.214	148.614	553.852	1.055.070	1.563.250	3.616.787
Numero de Transações	642	1.123	4.348	5.673	5.188	17.171
Por Tipo de LBO	% Conforme o EV					
Abertas para Fechadas	49%	9%	15%	18%	34%	27%
Privadas Independentes	31%	54%	44%	19%	14%	23%
Divisional	17%	31%	27%	41%	25%	30%
Secundária	2%	6%	13%	20%	26%	20%
Distressed	0%	1%	1%	2%	1%	1%
LBO por Região						
Eua e Canadá	87%	72%	60%	44%	47%	52%
Reino Unido	7%	13%	16%	17%	15%	15%
Oeste Europeu (Exceto Reino Unido)	3%	13%	20%	32%	30%	26%
Ásia e Austrália	3%	1%	2%	4%	6%	4%
Resto do Mundo	0%	2%	2%	3%	3%	3%

Fonte: Kaplan e Stromberg, 2008

A seguir serão mostrados os principais dados que comprovam tanto a liderança frente a outros países, bem como a estabilidade econômica que serve de base para o surgimento de operações alavancadas. As décadas de 1980, 1990 e 2000 foram de crescimento do PIB, taxas de juros a bons níveis (com exceção a períodos pontuais), baixo risco país e boas condições de crédito.

3.2. PANORAMA MACROECONÔMICO

Como dito anteriormente, os principais motivos para a concentração de LBO's nos Estados Unidos, Canadá e Inglaterra são o elevado grau de maturidade de seus mercados financeiros combinados às excelentes condições macroeconômicas.

Fatores como baixas taxas de juros real, baixo risco país, PIB elevado e crédito abundante propiciam o ambiente favorável para a ocorrência de aquisições alavancadas. A seguir serão analisados os fatores que evidenciam a estabilidade econômica dos Estados Unidos.

3.2.1. TAXA DE JUROS

A taxa de juros americana da década de 1980 pode ser considerada alta com fortes oscilações, logo no começo da década, devido ao segundo choque do petróleo. O presidente eleito em 1980, Ronald Reagan, elevou os gastos bélicos para 6% do PIB do país e, nesse sentido os *FED Funds* (equivalente à Taxa Selic no Brasil) mantiveram-se com forte oscilação na casa de 14 pontos percentuais até 1985. De tal data até 1990, a taxa de juros nominal do país iniciou uma tendência de queda sem muitas oscilações.

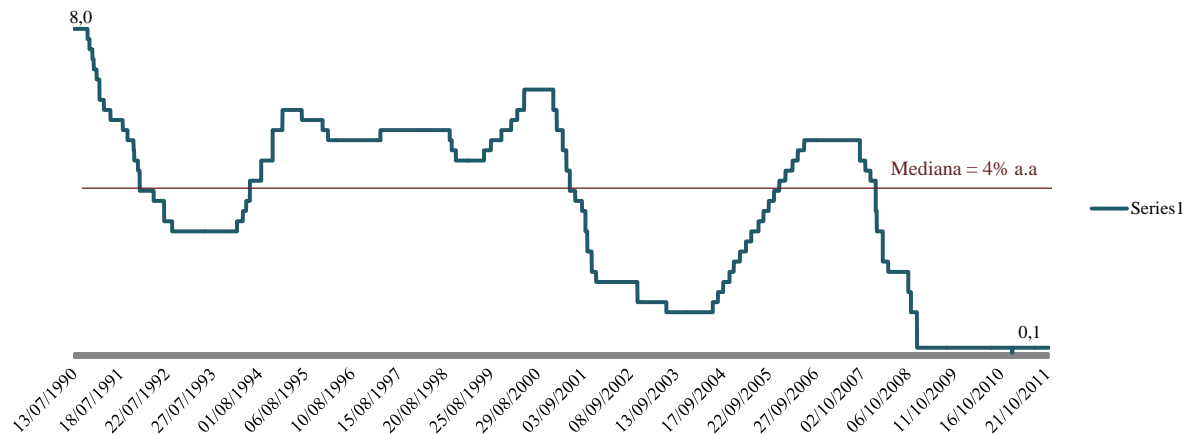
Como mostrado no gráfico a seguir, a década de 1990 foi marcada pela queda da taxa de juros logo no início, para depois permanecer estável com pouca oscilação. A mediana da década é de 5,3%, e evidencia que o governo manteve as taxas elevadas como medida de conter uma expansão econômica excessiva que ocasionasse a elevação da inflação.

No início dos anos 2000, o país apresentou desaquecimento da economia, que culminou num forte declínio dos *FED Funds* objetivando o reaquecimento da atividade. A partir de 2004, diante da melhora da economia, a taxa de juros nominal foi aumentada até alcançar o patamar de 5,3% em 2006.

Nos últimos cinco anos o que se viu foi uma diminuição gradativa da taxa de juros nominal de uma das maiores economias do mundo no intuito de reaquecer o mercado causador, e por consequência o mais atingido, da crise financeira mundial.

Mesmo diante do exposto, pode-se perceber que a taxa que orienta a política monetária dos Estados Unidos manteve-se dentro de níveis aceitáveis para os mercados, com uma mediana de 4% de 1990 a 2010, e fomentou a ocorrência de operações de fusões e aquisições em todo o país.

Gráfico 1 - Taxa de Juros Norte Americana (FED Funds)



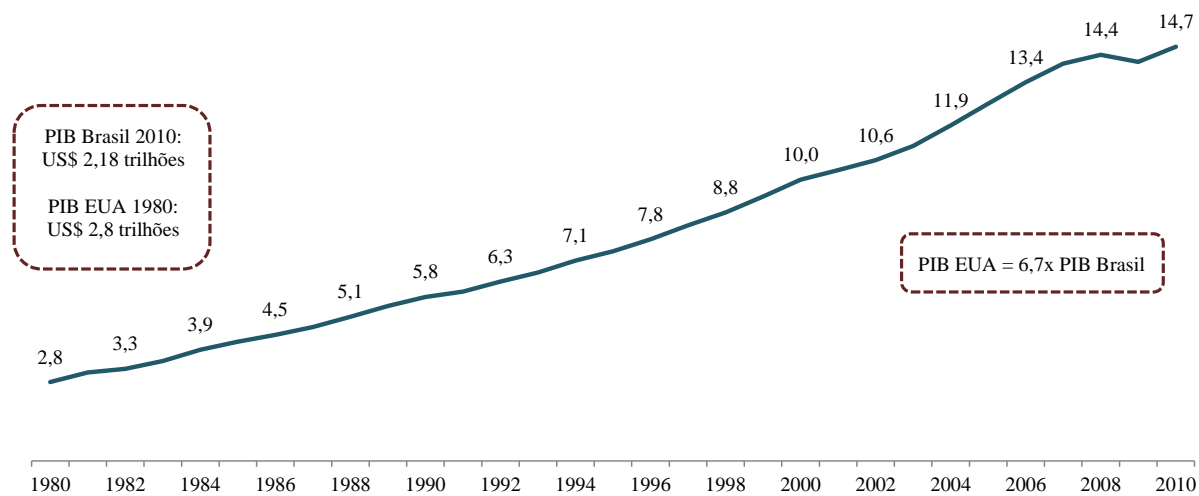
Fonte: Ipea Data, Taxa Básica de juros: 1990 a 2011

3.2.2. PRODUTO INTERNO BRUTO

O Gráfico 8 mostra a evolução do Produto Interno Bruto de 1980 a 2010. É possível notar que, em 1980, o PIB dos Estados Unidos era de US\$ 2,8 trilhões, maior do que o PIB brasileiro em 2010, de US\$ 2,18 trilhões.

A situação do PIB norte americano foi de plena expansão ao longo dos próximos 30 anos, com uma leve queda em 2008 em detrimento da crise do *subprime*. Tal situação, que reflete a plena expansão econômica, fornece um cenário de extrema confiança no país. Um exemplo recente da confiança mundial nos Estados Unidos deu-se às vésperas da votação pelo aumento do teto da dívida norte-americana, na qual o país viu o volume de busca por títulos do governo disparar. Isso mostra que mesmo em tempos de incerteza, o país ainda é a opção mais segura de investimento.

Com um PIB elevado e taxas de juros controladas, o país possuía, em 1980, o cenário propício para o surgimento de operações financeiras complexas. Ainda hoje, tal situação é verdadeira e pode ser evidenciada na tabela 2, mostra que uma das maiores operações de LBO's, a grande maioria se concentra nos anos de 2006 e 2007.

Gráfico 2 – Produto Interno Bruto (US\$ trilhões)

Fonte: IPEA Data, PIB Brasil PPC: 1980 a 2009

Tabela 2 - Maiores LBOs da História

Data Anúncio	Alvo	Comprador	Equity Value (US\$ bilhões)	Enterprise Value (US\$ bilhões)	Comentários
10/25/88	RJR Nabisco Inc.	Kohlberg Kravis Roberts & Co.	\$25.07	\$31.10	Aquisição lendária que marcou o auge do boom de LBO dos anos 80. Marcado pela alta dívida da empresa e pela forte competição com a rival Philip Morris Cos.
03/28/05	SunCard Data Systems Inc.	Bain Capital; Blackstone Group; Goldman Sachs Capital Partners; Kohlberg Kravis Roberts; Providence Equity Partners; Silver Lake Partners; TPG Capital (Texas Pacific Group)	\$11.26	\$11.76	Na época o maior LBO de uma empresa de tecnologia feito pelo maior grupo de fundos de private equity já formado.
11/30/05	TDC AS (87.9%)	Nordic Telephone Co. ApS (Apax Partners; Blackstone Group; Kohlberg Kravis Roberts; Providence Equity Partners; Permira	\$10.54	\$13.87	Quando anunciado foi o segundo maior LBO, atrás somente do RJR Nabisco.
01/23/06	Albertson's Inc.1	SuperValu Inc.; CVS Corp.; Cerberus Capital Management; Kinco Realty; Schottenstein Stores; Lubert-Adler Real Estate Funds; Klaff Realty	\$11.26	\$17.36	Após um caótico processo de venda, a Albertson's concordou com a operação. Supervalu adquiriu sua operações de varejo e CVS ficou com sua rede de farmácias. O grupo de investimento foi liderado pelo Cerberus.
05/04/2007	Altadis SA (Bid No 2)	CVC Capital Partners; PAI Partners (IBO)	\$17.4	\$21.03	A oferta da CVC e PAI's foi considerada alta na época, dado a competição com a Imperial Tobacco's. A negociação quase iniciou uma guerra por ofertas agressivas.
03/08/2006	VNU NV	AlpInvest Partners; Blackstone Group; Carlyle Group; Hellman & Friedman; Thomas H. Lee Partners; Kohlberg Kravis Roberts & Co.	\$9.15	\$11.00	A batalha pela NVU mereceu atenção na época pelo fato de ser a primeira vez que uma firma de private equity concordou, em termos amigáveis, a negociar como os acionistas da empresa na imposição do plano de <i>turn around</i> da empresa.
05/29/06	Kinder Morgan Inc.	GS Capital Partners; AIG Global Asset Management; Carlyle Group; Riverstone Holdings	\$14.56	\$21.56	Na época do anúncio, foi o maior <i>Management Buyout</i> da história.
06/27/06	Univision Communications (Bid No. 2)	Madison Dearborn Partners; Providence Equity Partners; Texas Pacific Group; Thomas H. Lee Partners; Saban Capital Group	\$12.23	\$13.63	Um leilão tumultuado caracterizou o negócio. O acionista majoritário, Jerry Perenchio, levou US\$ 1,4 bilhões na transação, valor muito maior do que os US\$ 33 milhões que havia investido na Companhia quinze anos atrás.
07/24/06	HCA Inc.	Bain Capital; Kohlberg Kravis Roberts & Co.; Merrill Lynch Global Private Equity	\$20.97	\$32.67	O negócio da HCA marcou a aposta das firmas de private equity que se podia crescer com o envelhecimento da população dos EUA.
09/15/06	Freescall Semiconductor Inc.	Blackstone Group; Carlyle Group; Permira; Texas Pacific Group (IBO)	\$17.60	\$17.60	Representou a maior alavancagem das aquisições alavancadas do setor de tecnologia.
10/02/2006	Harrah's Entertainment Inc.	Apollo Management; Texas Pacific Group	\$16.83	\$27.40	Foi o maior negócio em valor que marcou a entrada das firmas de private equity no setor de jogos.
11/16/06	Clear Channel Communications Inc.	Bain Capital; Thomas H. Lee Partners	\$19.36	\$26.44	A oposição dos acionistas a operação levou os investidores a fazerem duas ofertas mais agressivas ate o negocio ser finalizado
11/20/06	Equity Office Properties Trust	Blackstone Real Estate Partners	\$22.89	\$38.89	Uma guerra de propostas forçou a firma Blackstone a aumentar sua oferta de US\$ 48,5 dólares por ação para US\$ 55,5 dólares por ação.
12/18/06	Biomet Inc.	Blackstone Group; Goldman Sachs Capital Partners; Kohlberg Kravis Roberts; Texas Pacific Group	\$10.77	\$10.88	Apesar de negociações com o competidor Smith & Nephew, a Biomet acabou nas mãos de firmas de buyout.
02/26/07	TXU Corp.	Kohlberg Kravis Roberts; Texas Pacific Group; Goldman Sachs Capital Partners	\$31.80	\$43.80	O acordo entre Texas Pacific Group com KKR's para comprar TXU por US\$ 31,8 bilhões seria o maior Butout da história.
03/30/07	Alliance Boots PLC (85.01%) (Bid No 1)	Kohlberg Kravis Roberts	\$18.39	\$20.47	Uma guerra de ofertas levou o preço a ser pago por ação de 1,090 pence para 1,139 pence
04/02/2007	First Data Corp.	Kohlberg Kravis Roberts	\$26.35	\$27.86	A oferta da KKR's pela First Data mostrou a habilidade das firmas de private equity em um ambiente de facilidade e acessibilidade de fundos.
04/03/2007	Coles Group Ltd. (88.7%)	Wesfarmers; Macquarie Bank; Pacific Equity Partners; Permira	\$13.33	\$13.63	Anteriormente considera um alvo, a Wesfarnes liderou o buyout e levou o negócio mesmo com forte competição da gigante KKR.
05/21/07	Alltel	TPG Capital, GS Capital Partners	\$25.7	\$27.87	TPG e Goldman Sachs concordaram na compra da empresa de wireless por aproximadamente US\$ 27,5 bilhões
04/16/07	SLM Corp.	Bank of America; J.P. Morgan Chase; JC Flowers; Friedman Fleischer & Lowe	\$25.57	\$25.57	Marcou um ponto de inflexão na indústria de buyouts, que evitava investimentos em empresas de serviços financeiros já que não suportavam altos níveis de dívida

Fonte: Tracking the World's Biggest Buyouts. The Wall Street Journal. Jul. 2007

3.3. CONCLUSÃO

As condições macroeconômicas dos Estados Unidos, desde o período analisado, foram favoráveis e propiciaram o surgimento e a ocorrência de várias operações de aquisições complexas no país.

A situação da década de 1980 era de reorganização de mercados, dado o segundo choque mundial de petróleo a bipolaridade do mundo do fim da Guerra Fria, e de boas condições econômicas, o que traçava um cenário favorável para o surgimento dos LBOs. Na época as grandes empresas de mercados maduros foram os principais alvos.

Já na década de 1990, com os *FED Funds* flutuando em torno de 4% a.a, as operações de aquisições ganharam volume, e focavam em empresas que poderiam ganhar valor com melhor estruturação de seus demonstrativos financeiros. A partir de 2000, com uma situação de forte queda das taxas de juros a fim de reaquecer a economia, tais operações ocorreram com forte intensidade e marcaram a década com os maiores LBOs da história.

Pode-se notar, portanto, que mesmo com flutuações e crises pontuais, os últimos 30 anos foram extremamente favoráveis economicamente. A taxa de juros flutuando dentro de bons patamares (evidenciada pelos *FED Funds*), o forte crescimento do PIB, e a confiança dos mercados nos Estados Unidos forneceram um cenário favorável para a ocorrência de *Leveraged Buyouts* no país.

4. CENÁRIO MACROECONÔMICO BRASILEIRO

4.1. INTRODUÇÃO

Só foi possível falar-se em aquisições alavancadas no Brasil a partir do momento em que o país conquistou certa estabilidade econômica e, por consequência, a confiança dos mercados internacionais. Tal estabilidade só foi alcançada após uma série de políticas econômicas iniciadas em 1993, com o então ministro da fazenda Fernando Henrique Cardoso.

Já que a estabilidade econômica foi um fator crucial para a viabilização de tais aquisições, no próximo tópico será tratado o processo de implementação do plano real e serão explanados os principais indicadores que evidenciam a estabilidade no país e a confiança dos mercados internacionais no Brasil.

4.2. HISTÓRICO

Os anos de 1980 e 1990 foram marcados por inúmeras tentativas de controlar o câmbio através de políticas e planos, nos quais a intervenção direta na economia era a prática mais usual. As condições políticas do ano de 1993 permitiram que o governo criasse as bases para a implementação do plano real no próximo ano. Em linhas gerais, seria introduzida uma nova moeda com paridade fixa em relação ao dólar americano e com uma série de restrições a emissão de moeda impostas pelo Conselho Monetário Nacional.

A primeira etapa da implementação do plano objetivava o equilíbrio do orçamento governamental, em que os gastos do governo deveriam ser iguais ao montante arrecadado, sem a emissão de moeda adicional, caso houvesse necessidade, processo usual nas décadas anteriores que ocasionava o aumento da inflação.

A segunda etapa, iniciada em 1994, foi a substituição gradativa do cruzeiro real pela URV (Unidade Real de Valor), que mantinha paridade fixa com o dólar. De março de 1994 até julho de 1994, o país utilizou um sistema bi-monetário no qual as transações eram efetuadas em cruzeiros reais, mas a URV era a unidade de conta que era corrigida pela inflação.

Na terceira etapa houve a transformação da URV em Real na proporção de 1 URV para R\$ 1,00, equivalentes a US\$ 1,00. Nesse contexto, o Banco Central do Brasil não poderia

mais emitir a quantidade de moeda desejada, sendo que tal montante deveria obedecer as metas trimestrais impostas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). A medida provisória que criou o Real, dispunha que o BC emitiria moeda mediante prévia vinculação de reservas internacionais em valor equivalente, que deveria servir de lastro para a emissão de moeda nacional.

Com a moeda nacional lastreada a reservas internacionais, o BC pôde dar início a uma série de políticas para conter o crescimento da base monetária e do crédito de forma indireta. Entre as políticas utilizadas estão: o aumento a 100% do recolhimento compulsório sobre novos depósitos à vista, maiores exigências para depósitos a prazo/poupança, imposição de prazos para operações creditícias.

Com a inflação mais baixa, a receita de instituições financeiras diminuiu substancialmente e muitas delas passaram a enfrentar problemas de liquidez e solvência, levando o BC a intervir de alguma maneira. A solução deu-se com a criação do Programa de Estímulo a Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional, o PROER, que evitava a quebra de instituições financeiras com o incentivo a fusões e aquisições com outros bancos.

A fim de se evitar especulações sobre possíveis alterações bruscas da taxa de câmbio foi adotado pelo banco central o sistema de bandas cambiais, no qual o câmbio podia flutuar livremente dentro de uma faixa ou banda.

Em 1996, o sistema financeiro ainda contava com instituições financeiras com problemas de solvência e liquidez, principalmente as de menor porte. Nesse sentido o BC deu início a uma série de ações que visavam sanar tais problemas de liquidez. Um exemplo claro foram os incentivos dados a bancos de grande porte que emprestassem a bancos menores.

No mesmo ano foi criado o COPOM, Comitê de Política Monetária, que objetivava estabelecer as diretrizes da política monetária e a definição da taxa de juros. A criação do Comitê buscou proporcionar maior transparência e ritual adequado ao processo decisório, a exemplo do que já era adotado pelo *Federal Open Market Committee* (FOMC), do Banco Central dos Estados Unidos e pelo *Central Bank Council*, do Banco Central da Alemanha.

Os anos de 1997 e 1998 foram marcados por altas instabilidades na economia brasileira devido a fatores externos como, por exemplo, a crise monetária do sudeste asiático que gerou

temor de uma crise em escala mundial. Tais anos também foram marcados pela introdução no mercado brasileiro de títulos emitidos pelo Banco Central, tanto pré-fixados como pós-fixados, que visaram dinamizar a política monetária brasileira.

Após a crise financeira internacional, ficou provado que o atual sistema de faixas cambiais não era suficiente para resistir às excessivas especulações da moeda, e foi instituído nesse mesmo ano o regime de livre flutuação cambial.

Nesse mesmo ano foi estabelecida a livre flutuação taxa de juros com a extinção das antigas TBC e TBAN, que impunham um teto e um piso para a taxa, e com a criação da Selic. Além de tais medidas o governo instituiu o sistema de metas de inflação para direcionar a política cambial, que fixa a taxa alvo do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) com uma tolerância de dois pontos percentuais acima ou abaixo da meta.

No âmbito de controle da inflação, o Banco Central era obrigado a divulgar trimestralmente o Relatório de Inflação, que aborda o desempenho da economia, o papel da política monetária e a avaliação prospectiva da inflação. Caso as metas para a inflação não fossem cumpridas, o BC deveria divulgar as razões para o descumprimento, bem como as medidas para o retorno aos limites estabelecidos e o prazo esperado. Tais práticas ainda são obrigatórias ao BC.

Em 1999, a fim de melhor controlar a inflação e ajudar a orientar a política monetária do país, o governo brasileiro instituiu o sistema de metas de inflação, determinado pelo Conselho Monetário Nacional. Depois de alguma oscilação entre 2001 e 2005, o País atingiu as metas nos últimos cinco anos. Política monetária rigorosa e aumento da capacidade instalada foram as principais causas desse equilíbrio.

4.3. ALCANCE DA ESTABILIDADE ECONÔMICA

Como mostrado, entre os anos de 1995 e 2002, durante a posse do presidente Fernando Henrique Cardoso (FHC), o país passou por mudanças estruturais, incluindo a abertura da economia, que possibilitou o encerramento de um longo período de altas taxas de inflação, e a sedimentação das bases necessárias ao crescimento do país.

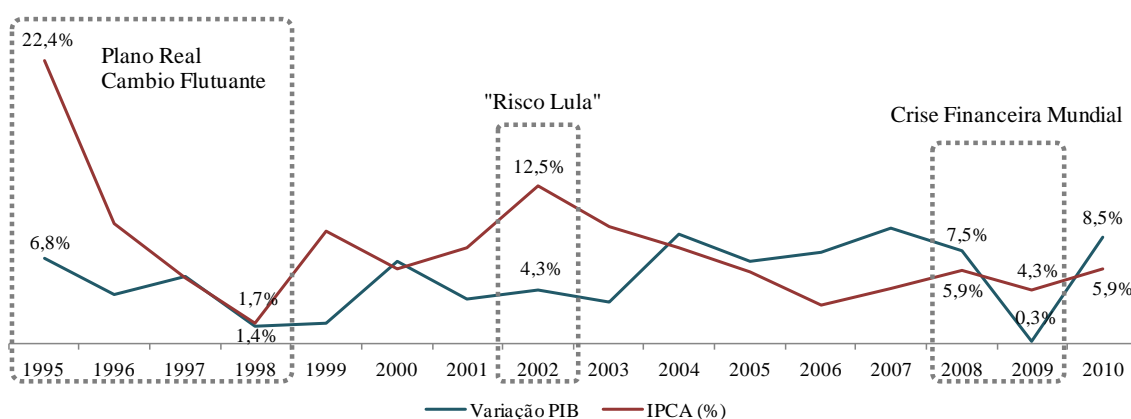
A seguir serão analisados os principais fatores que indicam a estabilidade econômica brasileira e que possibilitaram o surgimento de aquisições alavancadas.

4.3.1.INFLAÇÃO

No Gráfico 1 são mostradas as variações do Produto Interno Bruto e da inflação através do IPCA, desde a implementação do Plano Real até o ano de 2010. Vê-se que de 1995 a 1998 a inflação declinou de 22,4% para 1,7% em decorrência das inúmeras medidas e política adotadas, que culminou com a taxa de câmbio fluando livremente em 1998. No mesmo período, o Produto Interno Bruto cresceu a taxas moderadas frente às crises internacionais que afetaram a economia doméstica, como a crise mexicana, a crise asiática, e a crise russa.

O fim de 2002 e início de 2003 foi marcado por incertezas com relação à política econômica que seria adotada pelo recém-eleito Luiz Inácio Lula da Silva, o chamado “Risco Lula”. As dúvidas levantadas em relação a sua eleição, durante o ano de 2002, foram eliminadas depois que medidas econômicas conservadoras e pragmáticas foram adotadas desde o início do seu mandato.

Gráfico 3 - Variação PIB x IPCA (%a.a)



Fonte: IPEA Data, IPCA: 1980 a 2010, PIB Brasil PPC: 1980 a 2009

Percebe-se, pelo gráfico, que o desempenho do Brasil durante a crise global de 2008 aumentou a confiança dos investidores estrangeiros na estabilidade do país e a sua dissociação em relação a complicações internacionais decorrentes da crise. Apesar da ligeira quebra no crescimento do PIB em 2009, o Brasil registrou 8,5% de crescimento em 2010, com perspectivas de crescer mais de 4,0% ao ano nos próximos três anos, de acordo com recentes relatórios de Bancos de Investimento.

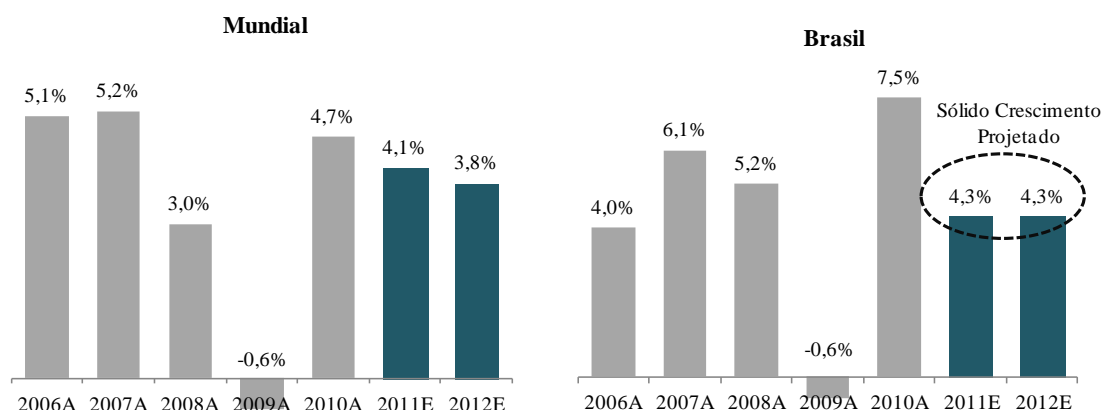
Para 2011 e 2012, a meta central de inflação é de 4,5%, com um intervalo de tolerância de dois pontos percentuais para cima ou para baixo. Desse modo, o IPCA pode ficar entre 2,5% e 6,5%, sem que a meta seja formalmente descumprida.

Na última publicação do boletim Focus, até a data deste artigo, o BC estimava uma inflação de 6,5% ao ano. No entanto, o IPCA no acumulado do ano, divulgado no dia 26/10/2011, estava em 7,3%, o que forçará o governo a tomar medidas mais severas no combate à inflação. Já para 2012, espera-se que o IPCA se mantenha em 5,6%.

4.3.2. PROJEÇÃO PARA O PRODUTO INTERNO BRUTO

As estimativas para os próximos anos, evidenciada no Gráfico 2, reforçam a tendência de que o Brasil é uma das economias que mais crescem no mundo, com taxas acima da média mundial. Diversos fatores contribuem para essa perspectiva positiva, como uma ampla disponibilidade de recursos naturais, como minério de ferro e petróleo, forte produção agrícola, grande e crescente classe média cada vez mais irrigada com crédito, e uma economia estável.

Gráfico 4 - Crescimento do PIB Real (Mundial x Brasil)



Fonte: ItaúBBA Research, Report 2010/Banco Central do Brasil

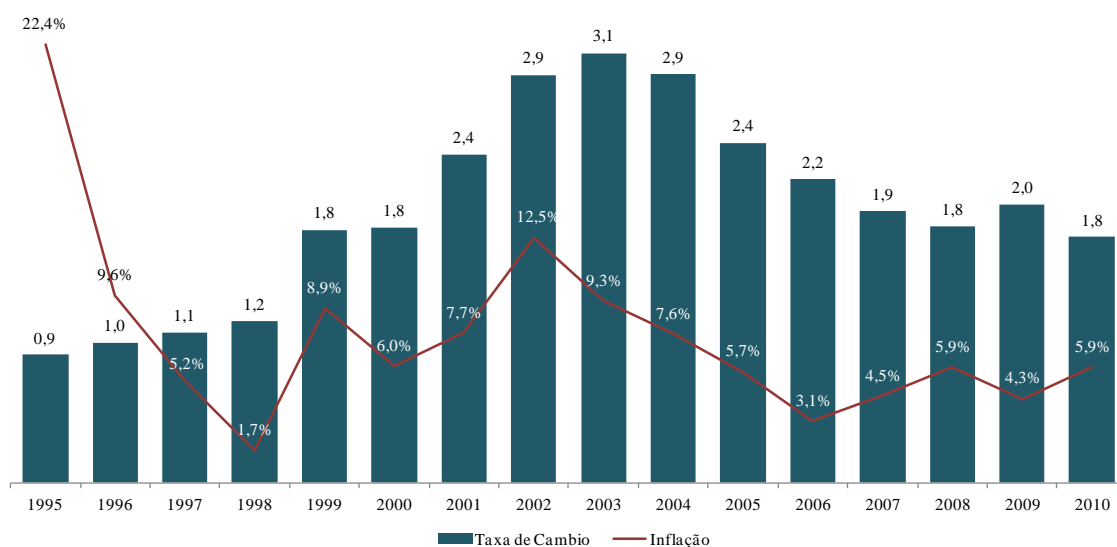
No entanto, para outras fontes do mercado financeiro, prevê-se uma queda no crescimento do PIB dos seguintes anos devido as incertezas sobre os mercados europeus.

4.3.3. TAXA DE CâMBIO

No Gráfico 3 observamos a evolução da variação do real frente ao dólar, comparado com a inflação medida pelo IPCA.

Depois de uma desvalorização relevante do Real em relação ao Dólar em 2002, devido às incertezas sobre o novo presidente, o valor da moeda brasileira vem se valorizando com o passar dos anos. A forte demanda por produtos cada vez mais caros, combinado com a atratividade de ativos brasileiros e os altos rendimentos oferecidos pelos títulos domésticos, contribuiu para uma valorização anual do Real de quase 10% entre 2003 e 2010.

Gráfico 5 - Inflação (%) e Taxa de Cambio (R\$/US\$)



Fonte: IPEA, IPCA: 1980 a 2010

Vê-se também que a inflação declinou substancialmente de 1995 a 1998, e oscilou fortemente entre 1998 e 2000 em decorrência das incertezas decorrentes das crises externas. A partir de 2002 o IPCA declinou de modo gradual e manteve-se estável pelos próximos anos.

O ano de 2011 está sendo marcado por fortes oscilações da moeda nacional frente ao dólar, que são explicadas, em grande parte, pelas incertezas sobre o futuro da União Europeia que se iniciou com a crise grega. No entanto, as oscilações estão dentro de patamares tolerados pela indústria brasileira, o que reitera o preparo do país frente às turbulências globais.

Nesse mesmo ano, com afirmações por parte do governo de que o índice encerre 2011 dentro do teto de 6,5%, especula-se que a inflação ultrapasse o teto da meta. Nesse sentido, o governo tem adotado medidas que vão refletir na redução gradual e de longo prazo da taxa.

4.3.4. INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO

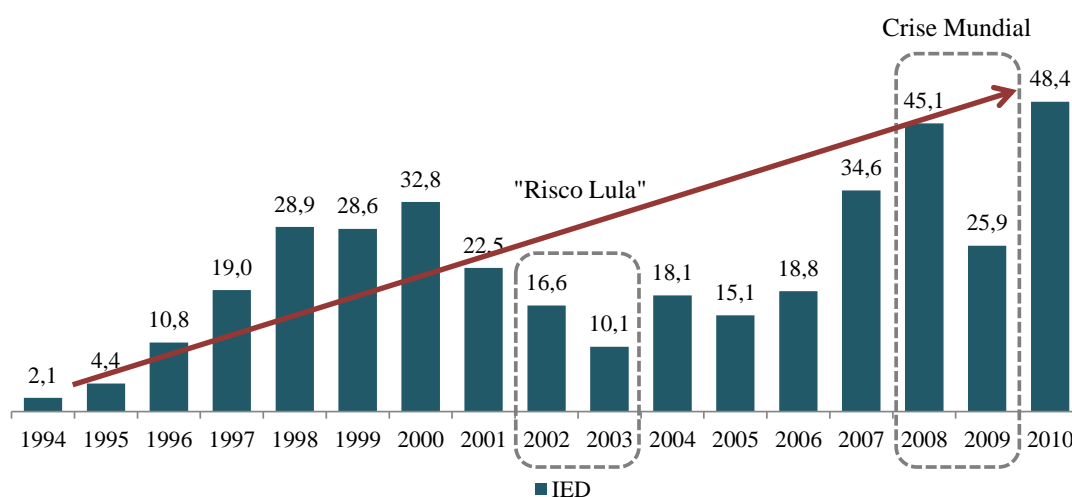
Um dos principais objetivos da política econômica do governo Fernando Henrique Cardoso foi aumentar, de modo substancial, o fluxo de investimento estrangeiro direto para impulsionar o crescimento econômico. Nesse sentido, tomou várias medidas como remover barreiras econômicas, estabelecer superávits primários e manter altas taxas de juros.

No Gráfico 4, observa-se o Investimento Estrangeiro Direto líquido no país. Os altos valores nos anos recentes comprovam a confiança do investidor estrangeiro no país, ao passo que o volume de tais investimentos não está relacionado a movimentos de curto prazo, e é geralmente determinado por uma análise econômica de longo prazo, e reflete as perspectivas de crescimento da economia.

Uma clara evidência do aumento de tais investimentos está no crescimento do número de fundos de *private equity* que realizam investimentos em empresas brasileiras através de compra de parte ou do todo da empresa. Tais investimentos podem ser feitos por meio de vários instrumentos financeiros como, por exemplo, a alavancagem financeira.

A estabilidade econômica alcançada ao longo dos anos aliada às boas perspectivas de crescimento e a falta de infraestrutura para suportar tal crescimento são os principais motivos para o aumento no volume do indicador. Somam-se a tais fatores os eventos esportivos de 2014 e 2016 e a exploração do petróleo na camada do pré-sal.

Gráfico 6 – Investimento Estrangeiro Direto (US\$ bilhões)



Fonte: Banco Central do Brasil, Sistema Gerador de Séries Temporais

Pela análise do gráfico, vê-se que o Investimento Estrangeiro Direto no país apresenta trajetória crescente com dois períodos de quebra, o risco associado à eleição do então

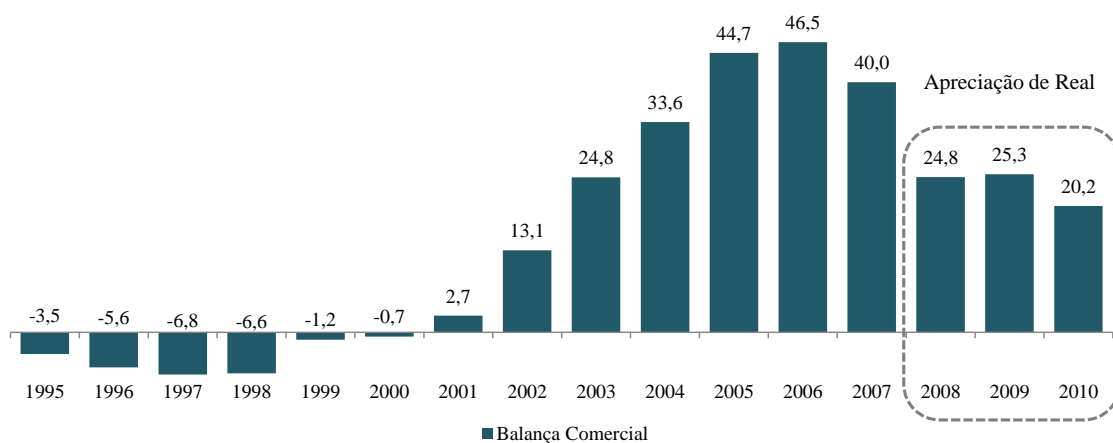
candidato Lula e a crise do *subprime* americano que afetou todos os mercados internacionais. No entanto, a boa resposta da economia brasileira a recente crise mundial traçou cenários promissores para o ano de 2011.

No acumulado de janeiro a setembro de 2011 o IED chegou a US\$ 50 bilhões, ultrapassando o acumulado de todo ano de 2010. Tal resultado equivale a 2,79% do Produto Interno Bruto, e quando comparado ao mesmo período de 2009, de 1,45% do PIB, revela a confiança do investidor estrangeiro no Brasil mesmo com as incertezas relacionadas a União Europeia.

4.3.5. BALANÇA COMERCIAL

Outro fator que indica a estabilidade da economia brasileira é a situação da balança comercial do período analisado. Observa-se que de 1995 a 2000 o país teve dificuldades em manter saldo comercial positivo. Nos piores períodos o déficit passou de R\$ 3,5 bilhões em 1995 para R\$ 5,6 bilhões em 1996, atingindo R\$ 6,8 bilhões no ano de 1998. Porém, a partir do ano 1999, com a alta desvalorização do real frente ao dólar, a balança alcançou valores positivos e manteve-se desta maneira nos anos seguintes.

Gráfico 7 - Balança Comercial Brasileira



Fonte: Banco Central do Brasil, Sistema Gerador de Séries Temporais

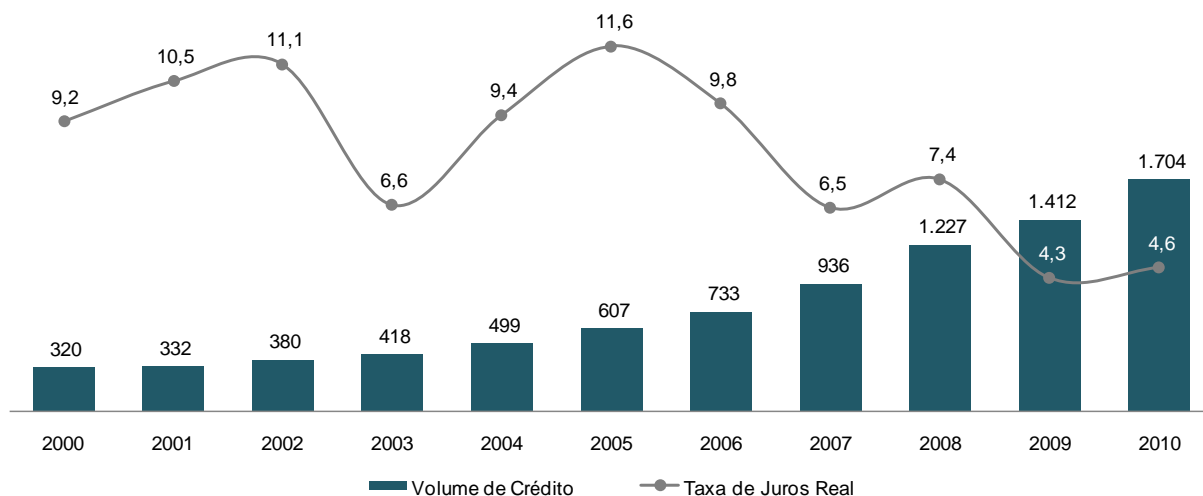
O superávit da Balança Comercial brasileira alcançou um máximo de US\$ 46,5 bilhões em 2006, e conseguiu permanecer positivo nos últimos anos, apesar da forte apreciação do Real nos últimos quatro anos. O principal *driver* do superávit primário é a contínua expansão do setor exportador brasileiro, forte ciclos agrícolas, aumento dos investimentos em

infraestrutura portuária e preços de *commodities* no exterior, impulsionados em parte por uma forte expansão chinesa contínua.

4.3.6. DISPONIBILIDADE DE CRÉDITO

A análise da expansão do crédito pode ser feita do ano 2000 a 2010. Pode-se perceber no Gráfico 6 a expansão do crédito e o declínio e estabilização da inflação do país. Os dois fatores propiciaram um cenário formidável para o aparecimento das aquisições que são objeto do estudo.

No que diz respeito à inflação, nos últimos anos, o Banco Central brasileiro tem atuado decisivamente para controlar surtos de inflação através da utilização de constantes gastos fiscais e de política monetária restritiva. O Brasil elevou as taxas de juros drasticamente entre 2000 e 2005, para instilar credibilidade e conter os riscos inflacionários. No entanto, desde 2006 o país conseguiu combinar crescimento econômico sustentado com preços estáveis, permitindo que o Banco Central baixasse as taxas de juros consideravelmente.

Gráfico 8 - Expansão das Operações de Crédito e Declínio da Inflação

Fonte: Banco Central do Brasil, Sistema Gerador de Séries Temporais

O declínio nas taxas de juros, combinado com o sólido crescimento econômico e baixa inflação, permitiu uma forte expansão do crédito de uma forma nunca antes vista na economia brasileira. Ao longo dos últimos dez anos, o crédito total no Brasil cresceu a uma taxa anual de 16%, hoje está em 45% do PIB. O aumento nas garantias de crédito e a capacidade de apreensão de bens em caso de inadimplência estão impulsionando o crescimento do crédito contínuo, especialmente em bens de consumo duráveis, por exemplo, automóveis e imóveis.

Diante da possibilidade de uma grave crise global, em consequência da crise europeia, o Banco Central do Brasil já sinalizou medidas que visam o afrouxamento das restrições ao crédito com o intuito de estimular a economia frente à crise.

4.4. CONCLUSÃO

Diante do exposto, pode-se afirmar que o país alcançou certa estabilidade econômica que produziu o ambiente propício para o surgimento de operações de aquisições alavancadas. O Brasil deve continuar registrando forte desempenho econômico nos próximos anos. O país apresentou um crescimento do PIB de 8,5% em 2010 e é esperado um crescimento próximo a 4% nos anos subsequentes.

Aqui estão alguns dos fatores positivos para a economia ao longo dos próximos anos:

- Aumento do consumo: o crescimento da economia, da disponibilidade de crédito e do aumento de programas sociais do governo federal, como o Bolsa Família, que

fornece uma base de renda estável para as famílias mais pobres, conduzirá o aumento do consumo no Brasil nos próximos anos. É importante notar que o Brasil tem um amplo mercado interno, impulsionado pelas necessidades de consumo de sua população de mais de 190 milhões de pessoas;

- Grande quantidade de reservas de petróleo *offshore*: o Brasil anunciou em 2007 a descoberta de enormes jazidas de petróleo e gás em uma região denominada "Pré-sal". As estimativas variam de 50 a 100 bilhões de barris, que somados aos 14 bilhões de reservas atuais, colocam o Brasil entre as cinco principais nações de reserva de petróleo no mundo. Para impulsionar o crescimento na exploração de petróleo, o governo planeja um investimento pesado diretamente na Petrobras, a companhia nacional de petróleo, além de incentivos para revitalizar a construção de navios e indústrias de serviços do petróleo;

- O desenvolvimento agrícola: o Brasil tem uma das maiores áreas do mundo de terras agrícolas com solo de alta qualidade, chuva e condições favoráveis de luz, que fizeram do País um dos maiores produtores e exportadores mundiais de produtos agrícolas. Com o aumento da concentração de terras agrícolas, grandes investimentos na produção de etanol, e o crescimento na produção de soja e outras culturas, o Brasil está experimentando uma expansão contínua do setor agrícola, ajudando a impulsionar o crescimento do PIB.

Tais fatores devem continuar a servir de propulsão para o crescimento do país de maneira estável e, nesse sentido, propiciar um ambiente favorável para a ocorrência de aquisições alavancadas.

5. EXEMPLOS

A seguir serão analisados exemplos de aquisições alavancadas no Brasil e nos Estados Unidos da América.

5.1. LBOS NO BRASIL

No Brasil, tais operações surgiram muito recentemente, e na maioria das vezes ocorreram em empresas de capital fechado. Logo, é muito difícil obter dados públicos a respeito de tais transações.

Os exemplos citados provêm da análise de notícias de jornais e revistas datadas da época da transação em questão.

5.1.1. CSN - CORUS

A Companhia Siderúrgica Nacional foi fundada em 9 de abril de 1941 e iniciou suas operações em 1º de outubro de 1946. Primeira produtora integrada de aço plano no Brasil foi privatizada em 1993. É uma empresa de capital aberto, com ações negociadas nas Bolsas de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) e de Nova Iorque (NYSE). Possui capacidade de produção anual de 5,6 milhões de toneladas de aço bruto e mais de dezenove mil colaboradores, e concentra suas atividades em siderurgia, mineração, cimento, logística e energia.

O Grupo Tata é uma multinacional localizada em Mumbai, Índia. Em termos de capitalização do mercado e das receitas, é o maior grupo empresarial privado na Índia e tem sido reconhecida como uma das mais respeitadas empresas do mundo. Tem interesses em aço, automóveis, tecnologia da informação, comunicação, energia, chá e hotelaria. O Grupo Tata compreende 114 empresas e filiais em sete setores empresariais, 27 das quais estão listados publicamente. Entre as empresas do grupo destaca-se a Tata Steel.

A CSN e o Grupo Tata batalharam a compra da anglo-holandesa Corus, na qual a segunda saiu vitoriosa. A CSN levantou uma linha de financiamento junto com os bancos Goldman Sachs, BNP Paribas e Barclays, que teriam como garantia apenas o fluxo de caixa e os ativos do alvo.

A operação é um exemplo clássico de LBO tanto por parte do alvo, como por parte das possíveis adquirentes. A Corus possuía, na época, fluxos de caixa previsíveis e recorrentes e baixo endividamento. Nesse sentido, a adquirente brasileira conseguiu, junto aos bancos já citados, uma linha de financiamento que caracterizaria a compra como alavancada.

Na batalha a indiana Tata Steel conseguiu arrematar a Corus por um valor de 608 pence por ação, contra 603 pence por ação da brasileira. Segundo analistas do mercado financeiro a oferta da CSN iria ocasionar uma alavancagem excessiva por parte da brasileira. Quando o fechamento anunciou a vitória da indiana, as ações da CSN sofreram alta valorização, principalmente por dois fatores: a não alavancagem excessiva temida por alguns acionistas, e pelo fato da CSN agora ter se tornado um possível alvo e não mais uma possível investidora.

Tata Steel endividou-se da casa de sete vezes o EBITDA (Lajida) da Corus, em que os negócios similares no setor estavam sendo fechados a 4,5 vezes. Por essa razão, o efeito da aquisição alavancada nas ações da indiana foi uma forte desvalorização.

5.1.2.SADIA - PERDIGÃO

A Sadia é uma empresa brasileira de alimentos fundada em 1944. Com uma gestão eficiente tornou-se uma das maiores referências em alimentos na América Latina. No ano de 2008 a empresa empreendeu esforços para a aquisição da Perdigão, empresa brasileira de alimentos frigoríficos.

A oferta efetuada pela Sadia foi caracterizada como hostil já que o alvo não esperava tal abordagem. A adquirente pagaria R\$ 27, 88 por ação da antiga concorrente, que representa um prêmio de 35% em relação ao preço das ações dos últimos 30 pregões anteriores à oferta.

A oferta foi caracterizada como alavancada pelo fato da empresa haver conseguido um empréstimo do banco ABN Amro no valor de R\$ 2,7 bilhões, frente a um valor da transação de R\$ 3,7 bilhões.

A principal vantagem que a possível adquirente obteria com o negócio seriam os ganhos de sinergia entre as empresas. Tal ganho, na visão de analistas na época, compensaria o alto endividamento da empresa.

O impacto nas ações da Sadia, logo após o anúncio da oferta, foi uma alta de 9,4% nas ações preferenciais. Já para o possível alvo foi de 16,75%, uma alta natural de busca para equivaler-se ao prêmio de 35% que estava sendo oferecido.

A tentativa de uma aquisição alavancada foi rechaçada pelo alvo, que um ano mais tarde entraria com uma proposta de aquisição, na época, da adquirente. Tal proposta, na realidade, foi de fusão com a Sadia. A fusão foi bem sucedida e culminou com a criação da BR Foods, um dos maiores *players* globais do setor alimentício.

5.1.3. MAGNESITA

A Magnesita é uma empresa privada, de capital misto, dedicada à mineração, produção e comercialização de materiais refratários. Os produtos são utilizados, principalmente, pelos fabricantes de aço, cimento e vidro. A companhia explora uma das maiores reservas de magnesita, dolomita e talco do mundo. Além disso, prospecta outros depósitos minerais em todo o mundo.

Atualmente, a empresa opera 28 unidades industriais e de mineração, sendo 16 no Brasil, três na Alemanha, três na China, uma nos Estados Unidos, duas na França, uma na Bélgica, uma em Taiwan e uma na Argentina, com capacidade de produção de refratários superior a 1,4 milhão de toneladas por ano. A Magnesita é o terceiro maior produtor de refratários no mundo e líder em soluções integradas em refratários.

A GP Investimentos, gestora de fundos de Private Equity, iniciou em 2007 esforços para realizar a aquisição da empresa em questão. A transação foi concluída em agosto do mesmo ano. De acordo com as informações disponibilizadas aos investidores da empresa no ano da aquisição, o valor pago por 70,7% do capital votante e 38,6% do capital total foi de R\$ 1,24 bilhões.

A operação foi caracterizada com uma aquisição alavancada, já que o fundo obteve um empréstimo no valor de R\$ 560 milhões do banco ABN Amro, o acesor financeiro da negociação. O restante do valor foi pago com os recursos do próprio fundo.

A Magnesita é uma empresa que fornece seus produtos para segmentos que fomentam a indústria de infraestrutura no Brasil. Nesse sentido, os principais consumidores dos produtos da Magnesita projetavam sólidas taxas de crescimento.

O alvo da aquisição era considerado atraente para uma aquisição alavancada justamente por sua projeção de sólidos e crescentes receitas futuras, por seu baixo endividamento e por baixa necessidade de investimentos. Dessa maneira, a aquisição foi considerada um sucesso de LBO.

Assim que assumiu a gestão da empresa, o fundo GP investimentos efetuou grandes modificações na forma de gestão, instituindo o sistema de gestão por resultados, austeridade no controle de custos e foco no atendimento aos clientes. Produtos considerados não rentáveis foram eliminados do portfólio da empresa, foram efetuadas reduções no quadro de funcionários e incentivou-se o foco nas linhas mais rentáveis à empresa.

O efeito da gestão imposta pelo fundo surtiu efeitos após apenas seis meses de gestão. A margem EBITDA passou de 21% em 2007 (ano da aquisição), para 29% no início de 2008, tornando-se a empresa de refratários mais rentável do mundo.

Com o efeito alcançado no curto prazo, o fundo pôde renegociar seu endividamento com o banco acessor, alongando os prazos de pagamento. Logo no final de 2008 a empresa efetuou novas transações de aquisições estratégicas.

No entanto, com o estouro da crise financeira mundial de 2008, os mercados europeus e norte-americanos foram derrubados ocasionando a queda de encomendas dos clientes da Magnesita, contribuindo para maior endividamento por parte da empresa. Desse modo, a crise financeira tornou uma aquisição considerada um sucesso em um peso no portfólio do fundo.

5.1.4.SAN ANTONIO

A San Antonio era a operação na América Latina da Pride International. Sediada na Argentina, atua no setor de prestação de serviços para a exploração e produção de gás e petróleo há mais de 50 anos. Em 2007, a empresa registrou receita consolidada de mais de US\$ 1 bilhão.

No mesmo ano, o fundo de investimentos GP, sediado nas Bermudas, juntamente com outros coinvestidores adquiriu os negócios de perfuração *onshore*, perfuração e prestação de serviços para a exploração e produção de gás e petróleo da Pride International, dando origem a San Antônio International

A aquisição foi considerada alavancada pelo fato de parte substancial do valor de compra haver sido pago com um empréstimo-ponte tomado com o Citibank. Tal empréstimo, por ser de curto prazo, foi trocado posteriormente por dívidas de maior prazo. Do total de US\$ 1 bilhão pago na aquisição, 60% foi alavancado.

No contexto da aquisição, as operações da Pride na América Latina representavam uma fonte de receitas recorrentes e com crescimento sólido projetado baseado na perspectiva de crescimento da América do Sul. Outra característica da empresa era a baixa necessidade de investimentos.

Como no caso da Magnesita, com o advento da crise financeira mundial, a fonte de receitas da San Antonio foi reduzida de maneira drástica. Apenas dois anos após o investimento do fundo GP, a empresa valia somente US\$ 400 milhões, o que representa uma perda de valor de US\$ 800 milhões.

5.1.5. CONCLUSÃO

O número de aquisições alavancadas no Brasil ainda é muito baixo, e a dificuldade em analisar os casos de LBOs vem do fato de poucas empresas possuírem capital aberto. Nesse sentido, a coleta de dados sobre os negócios realizados se dá por prospecção de inúmeras notícias publicadas em jornais e revistas, que muitas vezes omitem e manipulam dados.

No caso da batalha pela anglo-holandesa Corus, o grupo indiano se sobressaiu à CSN pela magnitude do negócio, já que a Tata Steel conseguiu se alavancar mais do que a brasileira CSN.

O desfecho do caso Sadia-Perdigão derivou das excessivas perdas da Sadia com os derivativos tóxicos no contexto pós-crise mundial. No entanto, antes do episódio das perdas milionárias da Sadia, havia acusações a respeito de informações privilegiadas que haviam sido passadas aos dirigentes da empresa, que impactariam na negociação. Nesse sentido, se concretizada e aprovada pelo CADE, a aquisição alavancada seria um contraexemplo na história de tais negociações no Brasil.

Nos casos seguintes, pode-se afirmar que as aquisições feitas são típicos casos de LBOs que tiveram um desfecho trágico, dado a crise financeira de 2008. Outros exemplos de

aquisições alavancadas no Brasil são de empresas menor porte e que não possuem documentação suficiente para uma análise mais profunda.

Pelo exposto podemos afirmar que, no Brasil, aquisições sofisticadas, como as alavancadas, ainda estão num estágio muito inicial e são viabilizadas com mais frequência se fundos de *private equity* especializados em operações complexas estão envolvidos.

5.2. LBOS ESTADOS UNIDOS

Como já explicado, os LBOs surgiram nos Estados Unidos na década de 80 e representaram uma evolução nas transações de fusões e aquisições da época.

O primeiro exemplo que será discutido representa um caso emblemático por ter sido a maior transação de LBO ocorrida na década de 80 em todo mundo. Já o segundo ocorreu em 2005 e reflete a onda de grandes transações ocorridas de 2004 a 2007 no país.

5.2.1. RJR NABISCO

A transação da RJR Nabisco merece destaque por ter sido uma das maiores operações de aquisição alavancada na história, pela alta sofisticação dos envolvidos na transação, pela complexidade dos instrumentos financeiros utilizados e pelo complexo processo de avaliação da empresa.

A RJR foi pioneira em vários aspectos, como em prever o alto crescimento do consumo de tabaco e em realizar agressivas campanhas de marketing, como o lançamento simultâneo em 1913 de 4 marcas de cigarros. Naquela época chegou a concentrar 50% do mercado consumidor.

Após enfrentar dificuldades com a entrada de concorrentes e de novos meios comunicação, como a televisão, a Companhia se viu obrigada a inovar. Diversificou seus produtos e aumentou sua presença no mercado internacional, onde o consumo de cigarro estava crescendo a altas taxas.

A Companhia era um alvo atraente em se tratando de uma operação de aquisição alavancada, já que possuía baixo risco de mercado e crescimento moderado. Além disso, havia se mostrado capaz de crescer a taxas moderadas mesmo em momentos de crise.

O beta desalavancado da RJR, que evidencia quão sensível uma empresa é a oscilações do mercado, era de 0,69. Um beta acima de 1 implica que a firma é sensível a oscilações do mercado, e abaixo de 1 insensível a flutuações mercadológicas. Nesse sentido, os dois ramos de negócio da Companhia eram não cíclicos e apresentavam baixas, porém sólidas, taxas de crescimento.

Outro fator que a tornava um alvo atraente era a baixa necessidade de investimentos. Como mostrado na tabela a seguir, nos anos seguintes a compra da Nabisco pela RJR e os gastos em investimentos foram menores do que 7% da receita da firma.

A Companhia possuía ainda baixo endividamento. Na ocasião de uma aquisição alavancada, procura-se por empresas com baixo endividamento para posteriormente endividá-la a níveis aceitáveis, ou seja, chegar a estrutura de capital aceitável pela indústria.

Tabela 3 - Dados Financeiros Consolidados - RJR Nabisco

	1985	1986	1987	1988
DRE (US\$ Milhões)				
Receita Tabaco	5.442	5.866	6.346	7.068
Receita Alimentos	6.200	9.236	9.420	9.888
Total	11.642	15.102	15.766	16.956
Lucro Líquido Operacional Tabaco	1.843	1.659	1.821	1.924
Lucro Líquido Operacional Alimentos	549	820	915	1.215
Lucro líquido Operacional	2.392	2.479	2.736	3.139
Depreciação	354	605	652	730
EBIT	1.949	2.340	2.304	2.848
Juros	337	565	489	579
Lucro Líquido	1.001	1.064	1.289	1.393
Resumo Balanço				
Total Ativos	16.414	16.701	16.861	16.895
Dívida de Longo Prazo	5.628	5.514	5.681	5.262
Capital de Giro	1.617	1.329	1.717	1.795
Outros Dados Financeiros				
Investimentos (US\$ Milhões)	946	1.022	936	1.142
Rentabilidade do PL	26,0%	19,0%	20,8%	17,1%
Rentabilidade do Ativo Líquido	15,5%	14,1%	13,7%	11,5%
Giro do Ativo	0,92	0,91	0,94	1
Giro de Estoque	10,01	9,74	5,08	3,92
Dividendos (%)	31,2	39,3	37,3	36,47

Fonte: RJR Nabisco: A Case Study of a Complex LBO, Michel, Allen; Shaked, Israel

A companhia apresentava também potencial para ganhar valor. A rentabilidade líquida dos ativos (ROA) havia passado de 15,5% em 1985 para 11,5% em 1988, e a relação vendas/estoque (*inventory turnover*) havia caído de 10 para 3,9, evidenciando um aumento significativo de estoque. Tais índices poderiam ser facilmente melhorados.

Por último, a RJR possui um bom valor de ruptura (*break up value*). Tal valor é obtido segmentando-se todas as fontes de receita da Companhia e avaliando-se o valor de cada fonte. Na época do negócio o valor de ruptura por ação era de 85 a 92 dólares por ação, ou seja, significativamente mais alto que o valor de mercado da empresa, 56 dólares por ação. O fato evidencia potencial ganho de valor.

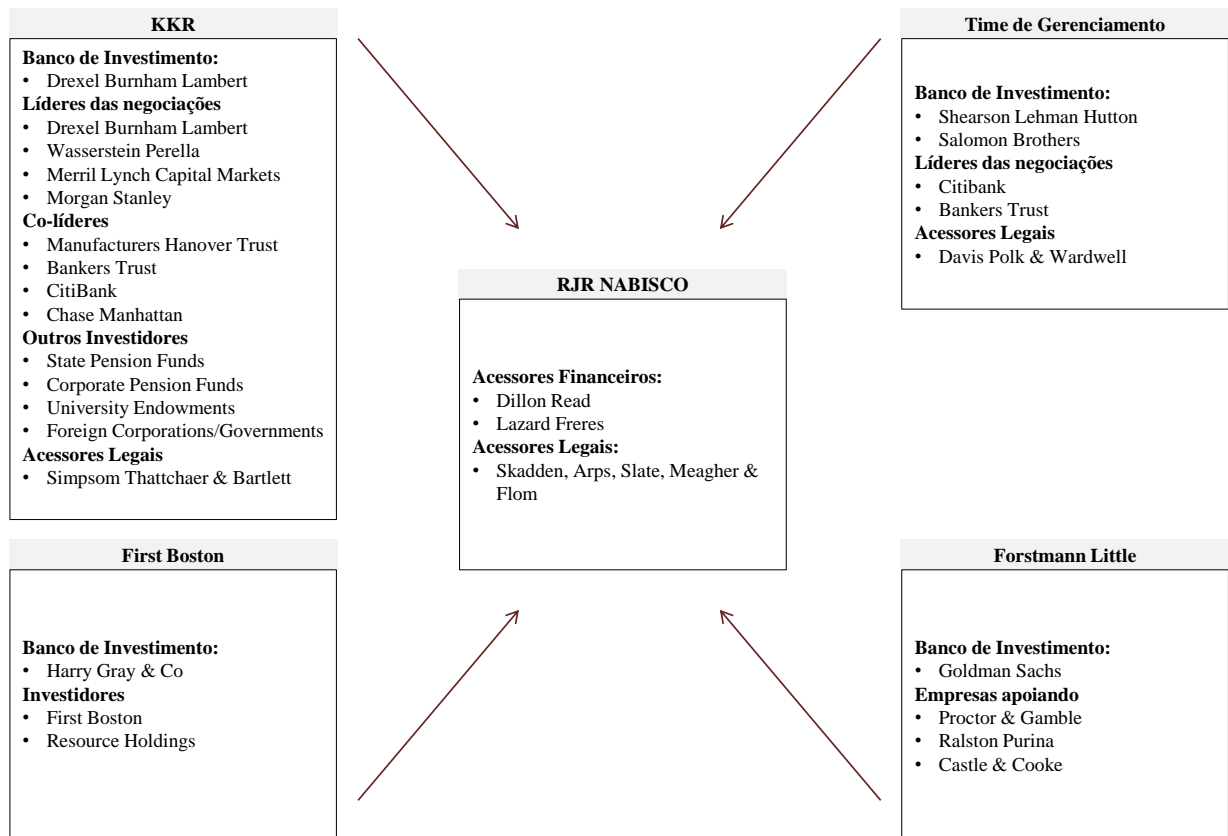
Valuation

A metodologia principal utilizada na avaliação do valor da firma foi o método do fluxo de caixa descontado, o qual projeta um crescimento para a empresa que, posteriormente, será trazido a valor presente. De tal valor desconta-se a dívida e obtêm-se o valor do patrimônio líquido. O valor da firma é obtido, portanto, somando-se a dívida da Companhia.

Grupo de Oferta

Um fator determinante do sucesso da operação em uma aquisição alavancada do porte da RJR é a solidez do grupo que vai fazer a oferta. A estratégia do comprador KKR foi de recrutar todos grandes ofertantes para que não enfrentasse concorrência de outros possíveis ofertantes. A figura que segue evidencia todos ofertantes concorrentes. Vê-se que o fundo KKR possuía o time maior e mais sólido em termos de bancos, assessores legais e investidores.

Figura 1 - Cadeia de Ofertantes no caso RJR NABISCO



Fonte: RJR Nabisco: A Case Study of a Complex LBO, Michel, Allen; Shaked, Israel

Finalmente, 3 grupos fizeram as ofertas com diferentes estratégias de pagamento. O grupo liderado pelo comprador KKR chegou à oferta final de US\$ 109 por ação, o grupo liderado pelo banco First Boston a uma oferta de US\$ 118 dólares por ação, e o grupo formado pela alta direção chegou à oferta de US\$ 112 por ação. O grupo KKR foi vitorioso como será mostrado nos próximos parágrafos.

O conselho da RJR teve papel importante em todo o processo de venda ao estruturar as regras da negociação, monitorando e ajustando corretamente o processo de ofertas e ao escolher a oferta ganhadora.

A Escolha da Oferta Ganhadora

Analizada as ofertas, espera-se que a ganhadora seja a que oferece maior valor por ação da Companhia. A oferta liderada pelo First Boston, por envolver investidores estratégicos, foi feita com base em dados públicos, ou seja, foi efetuada com base em menos dados fornecidos pela RJR. Tal oferta foi considerada muito complexa e, por esse fator, foi eliminada logo no início.

Com o First Bank fora, resume-se que a oferta ganhadora seria a do time de gestão da RJR, já que os ofertantes tinham profundo conhecimento do negócio, e por ser maior e mais atrativa do que a oferta do grupo KKR. No entanto, o que motivou o conselho a decidir pelo grupo KKR foram os seguintes fatores:

O grupo liderado pelo time de gestão da própria RJR tinha como plano vender divisão de alimentos da Companhia, ao passo que o KKR objetivava manter intactos todos os negócios. Como o conselho queria o menor impacto para os colaboradores da empresa, e o mínimo de turbulência possível, o grupo liderado pelo KKR mostrava-se melhor nesse quesito.

O conselho queria fornecer aos acionistas da empresa a possibilidade de lucrar futuramente com a direção do comprador. Nesse ponto o grupo ganhador propôs opções de compra de 25% do patrimônio líquido, ao passo que o time de gerenciamento apenas 15%. A estrutura de pagamento proposta pelo grupo ganhador também oferecia maior ganho aos acionistas do que a estrutura proposta pelo time de gerenciamento.

Outro fator que pesou em favor do grupo KKR foram as melhores condições propostas aos colaboradores da RJR. O time de gerenciamento propunha a divisão de ações aos colaboradores, ao passo que o Kohlberg Kravis Roberts & Co. propunha benefícios e garantias a possíveis demissões.

Dado que a guerra de ofertas entre os grupos afetou todo o ambiente da RJR, desde acionistas, colaboradores, gerência e até os ofertantes, o conselho finalmente decidiu pelo grupo liderado pelo KKR quando este anunciou a contratação de J. Paul Sticht, antigo diretor RJR, como futuro diretor geral da RJR. Logo, a combinação dos fatores citados foi decisiva na escolha da oferta ganhadora.

O caso da RJR Nabisco Inc. evidencia como o processo de oferta pode afetar no valor da empresa. Tal caso mostra também as características de um possível alvo de LBO, ou seja, crescimento baixo, sólido e previsível, endividamento baixo e não necessidade de altos investimentos.

5.2.2. SUNGARD DATA SYSTEMS

A SunGard Data Systems é uma empresa norte Americana que fornece serviços de tecnologia da informação. Ela atua em três segmentos: sistemas de suporte a investimentos (forte atuação no setor financeiro), sistemas de disponibilidade (serviços de segurança, serviços de e-mail, entre outros) e sistemas de informação para o setor de educação (sistemas que fornecem soluções administrativas para escolas, instituições, ONGs, entre outros). No dia 04 de outubro de 2004, a Companhia anunciou que seus negócios de disponibilidade de serviços seriam separados e possivelmente vendidos.

Após a notícia, dois diretores do grupo de *private equity* focado em TI Silver Lake Partner entraram em contato com o assessor financeiro da Companhia, o Credit Suisse First Boston, mostrando interesse em adquirir a empresa com um prêmio de 20% sobre o último fechamento do preço das ações, o que representava US\$ 31,88 por ação.

Após reuniões com o conselho da SunGard, o Credit Suisse First Boston informou ao fundo ofertante que o conselho havia declinado o interesse na oferta. Passadas algumas semanas, o fundo voltou a contatar o assessor financeiro da Companhia informando que, baseados em algumas informações adicionais e com a confirmação de tais informações após uma *due dilligence*, estariam disposto a pagar de US\$ 33 a US\$ 35 por ação.

A proposta foi aceita pelo conselho da Sun Gard, que autorizou o fundo a realizar uma *due dilligence* limitada da empresa sujeitos a um acordo de confidencialidade, para posteriormente efetuarem negociações. Passada a fase de diligência, o fundo realizou um contra proposta de US\$ 35 por ação.

Com a contra proposta, o conselho da Companhia consentiu no procedimento da negociação caso o Silver Lake Partners chegasse a um acordo com a equipe de gestão sobre a possibilidade de participarem da oferta, e se tornarem acionistas da divisão de disponibilidade de serviços. O CEO que na época atuava na SunGard seria excluído das conversas dado que possivelmente faria parte do grupo de compradores.

Após incessantes negociações entre o fundo e o assessor financeiro, decidiu-se que o preço a ser pago por ação seria de US\$ 36 por ação. O fundo contaria com a participação de outros investidores, a citar: Bain Capital, The Blackstone Group, Goldman, Sachs & Co., Kohlberg Kravis Roberts, Providence Equity Partners e Texas Pacific Group.

O valor total da transação ficou estimado em aproximadamente US\$11,4 bilhões, sendo-se que desse valor, US\$316 milhões seriam em relativos a taxas de sucesso e as despesas da transação. Os membros do grupo de investidores, liderados pelo Silver Lake Partners, concordaram em contribuir com o valor de US\$ 3,5 bilhões em dinheiro sujeito a participação de novos investidores.

Como parte do negócio, o time de executivos que gerencia a Companhia participaram do negócio e permaneceram na gestão da mesma. O time concordou também em contribuir com US\$ 109,8 milhões para a compra de ações, e deste modo criar a chamada responsabilidade da alavancagem.

Outra maneira de envolver a direção da parte vendida na gestão foi um sistema de distribuição de ações atrelado diretamente ao resultado da empresa. Os colaboradores também participariam na distribuição de ações, caso os resultados fossem positivos, envolvendo dessa maneira todos os empregados.

Os investidores do caso da SunGard eram considerados o *dream team* das firmas de *private equity*. Todos possuíam reputação incontestável e históricos invejáveis. O KKR foi um dos pioneiros em aquisições alavancadas, e arquitetou o maior LBO de todos os tempos. Bain Capital e Texas Pacific Group possuíam reputação de reverter os resultados de empresas com baixo desempenho. Já o grupo Silver Lake possuía forte expertise em empresas de tecnologia da informação. Os bancos Goldman Sachs e Blackstone Group estavam entre os mais proeminentes do mercado que combinavam banco de investimento com fundos de *private equity*.

A divisão da SunGard que foi vendida possuía receitas recorrentes e crescentes, além de possuir baixa taxa de investimentos (baixa necessidade de *capital expenditures*). Tal cenário foi crucial pela decisão de uma aquisição alavancada. Em outra vertente o time de investidores envolvia os melhores e mais reconhecidos bancos e fundos de *private equity*.

É importante observar também que o alto envolvimento da gerência é crucial em negócios dessa natureza. Um dos grandes ganhos para a empresa, além do escudo fiscal (*tax shield*) criado com a alavancagem, é o ganho de eficiência operacional pelo envolvimento dos gestores da Companhia, chamado de disciplina da dívida (*discipline of debts*).

5.2.3. CONCLUSÃO

Pelos exemplos expostos, pode-se perceber que os casos de LBOs nos Estados Unidos encontram-se em estágio de alta sofisticação, já que são muitos os fundo especializados somente nesse tipo de negociação. Além disso, vê-se que as próprias empresas tomam a iniciativa em tais operações. Outra característica a notar é o forte envolvimento da alta direção nos casos.

No país, o número de empresas de capital aberto é muito maior que no Brasil, o que facilita a obtenção de informações financeira e possibilita uma melhor análise dos casos. Nesse sentido, fica revelado também o estágio de desenvolvimento e de governança corporativa das empresas no país, que no Brasil está apenas começando.

6. ESTUDO DE CASO

Nessa fase serão analisados os efeitos da aquisição alavancada da mineradora canadense Inco pela brasileira Vale do Rio Doce (CVRD), operação que ocorreu no ano de 2006 e elevou a brasileira à posição de segunda maior mineradora do mundo

6.1. MÉTODOS DE PESQUISA

O método utilizado para cumprir os objetivos do estudo de caso foi exploratório qualitativo, no qual uma série de dados secundários como fontes bibliográficas, prospecção documental e dissertações foi utilizada.

O objetivo do estudo é analisar os efeitos diretos de uma aquisição alavancada no DRE de uma empresa. Serão mostrados os impactos da aquisição nos seguintes pontos: receitas, custos, lucros, EBITDA e endividamento.

6.2. ESTRUTURA

O trabalho foi estruturado da seguinte maneira: Introdução, onde serão apresentadas as Companhias participantes da transação; transação, na qual será descrito como foi feita a aquisição alavancada; e resultados diretos, em que os impactos do negócio serão explanados.

6.3. INTRODUÇÃO

A Vale é a segunda maior mineradora do mundo e a maior empresa privada da América Latina. Com sede no Brasil e atuação em 38 países, a empresa emprega atualmente mais de 126 mil pessoas, entre profissionais próprios e terceirizados.

A empresa é o maior produtor mundial de minério de ferro e o segundo maior produtor de níquel. Produz ainda cobre, carvão, manganês, ferro-ligas, fertilizantes, cobalto e metais do grupo da platina. Atuam também no setor de Logística, Siderurgia e Energia.

Entre setembro de 1998 e junho de 2006, o patrimônio líquido da companhia cresceu 270%, passando de R\$ 9,66 bilhões para R\$ 35,57 bilhões. A empresa, que é a segunda maior do país, teve um lucro líquido de R\$ 10,4 bilhões em 2005 e de R\$ 6,1 bilhões no primeiro semestre de 2006. Em outubro deste ano, o valor de mercado da companhia atingiu R\$ 112 bilhões.

Atualmente a Companhia está presente nos cinco continentes. Possui acionistas distribuídos em todos os continentes e ações negociadas nas bolsas de São Paulo, Nova York, Hong Kong, Paris e Madrid.

A Inco (International Nickel Company) foi fundada em 1902, a partir das descobertas de minas de níquel no Canadá. Em 2006, a empresa também era uma importante produtora de cobre, metais preciosos, entre outros minerais.

Foi a maior empresa do mundo em reservas de níquel, produto utilizado em combinação com outros minerais para produção de ligas. Cerca de 70% do níquel é utilizado na produção de aço inoxidável. Também pode ser aplicado na produção de baterias recarregáveis, moedas, revestimentos metálicos, prensagem de CDs e DVDs, turbinas de aviões e geradores de energia.

Cerca de 70% do níquel produzido no mundo se encontra nas minas da Austrália, Canadá e Nova Caledônia – colônia francesa na Oceania onde a Inco possuía uma grande jazida.

A empresa fechou o terceiro trimestre do ano de 2006 com o maior lucro de sua história, quatro vezes o valor registrado há um ano. Os ganhos têm sido puxados pela valorização do níquel e outros produtos no mercado mundial.

No terceiro trimestre do mesmo ano, a Inco apresentou lucro líquido de US\$ 701 milhões, devido à alta dos preços dos metais e ao aumento da produção. A receita mais que dobrou, ficando em US\$ 2,32 bilhões.

6.3.1. TRANSAÇÃO

Em outubro de 2006 a CVRD (Companhia Vale do Rio Doce) fez uma oferta de adquirir 100% das ações ordinárias emitidas e em circulação da Inco a um valor de US\$ 76,44 por ação (valor corresponde à cotação do dólar canadense em 30 de setembro de 2006), e um preço total de aquisição de US\$ 16, 869 bilhões. No negócio a brasileira enfrentou a concorrência da norte-americana Phelps Dodge e da canadense Teck Cominco, que posteriormente desistiram da negociação.

O valor pago derivou de recursos próprios da Companhia e de um empréstimo-ponte de dois anos, concedido pelos bancos Credit Suisse, ABN Amro, UBS e Santander no valor de

US\$ 14,6 bilhões, que representa 86,5% do valor total, logo a aquisição foi classificada como alavancada.

A Companhia adquirida havia apresentado resultados recordes nos últimos anos e projetava receitas futuras sólidas advindas do alto consumo de aço inoxidável no mundo todo. Possuía, além disso, boa parte das reservas de níquel do mundo, além de estar localizada no Canadá e possuir forte presença mundial.

6.3.2. RESULTADOS DIRETOS

No que tange os resultados diretos da aquisição, serão analisados os principais números de demonstrações contábeis referentes ao ano de 2006 e oportunamente serão comparados os trimestres entre si.

Receita

A receita operacional bruta da CVRD, em 2006, foi de R\$ 46,746 bilhões, a mais elevada da história da Companhia, ficando 32,2% acima da obtida em 2005. A receita do quarto trimestre de 2006 somou R\$ 16,692 bilhões, e do terceiro trimestre R\$ 11,642 bilhões.

A consolidação da CVRD Inco contribuiu com R\$ 6,025 bilhões para o aumento da receita operacional da Companhia em 2006. Os reajustes nos preços foram responsáveis por R\$ 6,011 bilhões, já as variações de volume por R\$ 2,774 bilhões e a valorização do dólar frente ao real promoveu impacto negativo de R\$ 3,414 bilhões.

Custos

No mesmo ano, o custo dos produtos vendidos (CPV) da Companhia totalizou R\$ 20,756 bilhões, que representou elevação de 27,3% frente a 2005. No quarto trimestre o CPV da CVRD somou R\$ 7,524 bilhões. Boa parte do aumento de custos, tanto no ano quanto no último trimestre, é explicada pela consolidação da CVRD Inco. Excluindo-se os efeitos da consolidação, o aumento do CPV entre os anos seria de 10,3%.

O principal item de custo foram gastos com serviços contratados, totalizando R\$ 4,199 bilhões, ou 20% do CPV total. Descontando-se o montante relativo à CVRD Inco, R\$ 284 milhões, o item representou aumento de 14,9% referente ao ano anterior.

Os gastos com energia elétrica, combustíveis e gases totalizaram R\$ 3,879 bilhões. Excluindo-se as despesas efetuadas pela CVRD Inco, esses gastos somariam R\$ 3,616 bilhões. Já os gastos com material contribuíram com R\$ 3,5 bilhões do CPV, sendo 7,9% referentes à CVRD Inco.

Das despesas com aquisição de produtos, no valor de R\$ 3,308 bilhões, 33,4% foram relativos a compras realizadas pela CVRD Inco. Desconsideradas tais compras, os valores ficam em linha com os observados em 2005. No que tange as receitas com pessoal, do total de R\$ 2,275 bilhões, a CVRD Inco colaborou com R\$ 520 milhões.

Outra colaboração da CVRD Inco nos custos são referentes à expansão da base de ativos da Companhia, que refletiu no aumento de despesas com depreciação e amortização. Tal valor passou de R\$ 1,846 bilhão para R\$ 2,285 bilhões, sendo-se que a CVRD Inco colaborou com R\$ 267 milhões.

As despesas com vendas, gerais e administrativas totalizaram R\$ 1,952 bilhão, aumento de R\$ 332 milhões em relação a 2005. A CVRD Inco colaborou com quase aproximadamente 40% do valor. Nos gastos com pesquisa e desenvolvimento a colaboração da Inco foi de apenas 12,5%.

Lucro Operacional

Em 2006 o lucro operacional, medido pelo EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*), alcançou o recorde de R\$ 20,089 bilhões, o mais elevado da história da Companhia, representando um crescimento de 38% em relação a 2005. Do montante, o resultado da CVRD Inco contribuiu com R\$ 2,916 bilhões. Se não fossem consideradas, os resultados seriam apenas 18% maiores se comparados a 2005. A margem EBIT (EBIT/Receita líquida) foi de 44%.

Lucro Líquido

O lucro líquido em 2006 foi recorde e alcançou R\$ 13,431 bilhões, equivalente a R\$ 5,56 por ação, aumentando 28,6% em relação ao resultado de 2005. A CVRD Inco colaborou com R\$ 867 milhões.

As despesas financeiras passaram de R\$ 1,58 bilhão para R\$ 2,909 bilhões em 2006. Os principais motivos para o incremento foram o aumento da dívida média, de US\$ 4,095 bilhões em 2005 para US\$ 10,099 bilhões em 2006, resultando em maiores gastos com empréstimos e financiamentos.

O ágio referente à aquisição da Inco está sendo amortizado ao longo dos anos. É muito importante salientar que as amortizações não gerarão efeitos fiscais nem tampouco financeiros.

EBITDA

A geração de caixa medida pelo EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) em 2006 totalizou R\$ 22,759 bilhões, em que a contribuição dada pela CVRD Inco somou R\$ 3,183 bilhões. Tal montante representa um crescimento de 36,3% em relação a 2005.

Os principais fatores que explicam o aumento de R\$ 6,058 bilhões no EBITDA de 2006 relativamente a 2005 são o incremento de R\$5,333 bilhões no EBIT, e de R\$ 536 milhões na depreciação, principalmente decorrente da aquisição da Inco.

Perfil da dívida

Um dos grandes efeitos da aquisição da Inco foi a mudança no perfil da dívida da CVRD, que efetuou operações de lançamento de dívida no mercado para auxiliar a geração de caixa e alongar os prazos de pagamentos.

A CVRD realizou três operações de dívidas no ano de 2006: emissão de bônus (US\$ 3,75 bilhões), debêntures não conversíveis (US\$ 2,6 bilhões) e financiamento de pré-pagamento de exportações (US\$ 6,0 bilhões). Este último foi destinado ao refinanciamento de 84% do valor do empréstimo-ponte de US\$ 14,6 bilhões utilizados para o pagamento da aquisição da Inco.

Os efeitos diretos da operação de pré-pagamento de exportações foram: alongamento do prazo médio da dívida para 8,36 anos contra 7,89 anos, e redução do custo da dívida de 7,47% em 2006 para 6,37% em 2006.

As principais agências de rating do mundo mantiveram o grau de investimento da CVRD após a aquisição da Inco. Atualmente, a Companhia possui as seguintes classificações

de risco: Standard & Poor's (BBB), Moody's (Baa3), Dominion Bond Ratings (BBB High) e Fitch Ratings (BBB-).

Já a dívida total em dezembro de 2006 era de US\$ 22,581 bilhões, uma elevação de US\$ 17,571 bilhões frente a 2005. A dívida Líquida era de US\$ 18,133 bilhões, com posição de caixa de US\$ 4,448 bilhões. No mesmo ano, 85% da dívida era em dólar, o que possibilitou ganhos com a valorização do real nos anos seguintes.

A alavancagem, medida pela relação dívida bruta/EBITDA ajustado, passou de 0,77x em 2005 para 2x em 2006. Já a relação dívida total/*Enterprise Value*, ou dívida total/valor da firma passou de 10,1% para 25,7%. A cobertura de juros, medida pela relação EBITDA ajustado/juros pagos se reduziu de 25,95% em 2005 para 19,7x em 2006.

Investimentos

Em 2006 a CVRD investiu US\$ 26 bilhões, sendo US\$ 3,241 bilhões em crescimento orgânico, US\$ 1,259 bilhão na sustentação dos negócios existentes e US\$ 21,5 bilhões em aquisições, que totalizaram 4 no ano: Inco (US\$ 19 bilhões), Caemi (US\$ 2,4 bilhões), Rio Verde Mineração (US\$ 47 milhões) e Valesul (US\$ 27,5 milhões).

6.4. CONCLUSÃO

Quando tratamos de aquisições alavancadas, esperamos que determinadas características permeiem e justifiquem o negócio. Com relação ao alvo da aquisição, espera-se que receitas crescente, recorrentes e com boas perspectivas de crescimento. Espera-se também que a empresa não precise de altos volumes de investimentos (*Capital Expenditures*), e que possua dívida a níveis baixos.

Já com relação aos benefícios para o comprador, assume-se que os principais serão: ganhos derivados de escala, sinergia, estratégia, gestão melhorada, da disciplina da dívida (*discipline of debts*) e ganhos derivados do escudo fiscal (*tax shield*) derivados da alavancagem.

No caso analisado, observou-se que alguns pontos acima não permearam ou motivaram as negociações. Analisando as características da Inco, apenas uma questão seria motivo para a não realização da operação, que é o fato da empresa necessitar de alto volume de

investimentos para crescer organicamente. Porém, a previsibilidade e as projeções de crescimento da receita se sobressaíram à questão dos investimentos.

Com relação aos benefícios para a compradora, podemos enumerar os seguintes como impactos diretos na Demonstração de Resultados do Exercício: ganhos substantivos de EBIT (lucro operacional), e ganhos substantivos de geração de caixa, medido pelo EBITDA.

Como pontos negativos decorrentes da aquisição alavancada, podemos citar: aumento de 33% de custos com aquisição de produtos, aumento significativo com custos de depreciação e amortização advindos do aumento da base de ativos, e aumento de despesas com vendas, gerais e administrativas (SG&A), no qual a Inco colaborou com 40% do aumento.

Outro efeito negativo foi na dívida da empresa, a qual a relação dívida bruta/EBITDA foi de 0,7 para 6 de 2005 a 2006, a relação dívida total/valor da firma passou de 10,1% para 25,5%, e a relação EBITDA ajustado/juros pagos passou de 25,9 para 19,7. Tais dados evidenciam os efeitos da alavancagem no resultado da dívida.

Pelos dados, pode-se concluir que a alavancagem da CVRD Inco não ocasionou um *tax shield* efetivo, já que a relação EBITDA ajustado/juros pagos passou somente de 25,9 para 19,7. Daí infere-se que os adjetivos da CVRD na aquisição alavancada da Inco não foram se aproveitar dos ganhos geralmente proporcionados pela alavancagem, e sim utilizar um instrumento que possibilitaria a CVRD se tornar uma das maiores mineradoras do mundo, além de diversificar sua atuação e sua fonte de receitas.

Uma evidência clara de tais objetivos é a manutenção da notas de crédito das quatro principais agências de *rating* do mundo que, ao invés de reduzir a nota dado a alta alavancagem da CVRD, mantiveram a nota dando como motivo a redução do risco Brasil da mineradora.

Pelo exposto, conclui-se que a aquisição alavancada foi apenas um instrumento de aquisição que suportaria a magnitude do negócio. Assim, sabe-se que os objetivos da mineradora foram de aumentar sua atuação no exterior e crescer via aquisições estratégicas, e não obter benefícios diretos com a aquisição alavancada.

7. CONCLUSÃO

A partir dos dados apresentados no estudo, podemos concluir que a ocorrência de aquisições alavancadas está diretamente relacionada às condições econômicas vividas pelo país que suportará tais operações.

As condições econômicas dos Estados Unidos, na década de 1980, são similares, em termos de tamanho da economia medido pelo PIB, de taxa de juros real e em termos de boas condições de crédito, às condições brasileiras a partir do ano de 2006.

Os Estados Unidos daquela década estavam se recuperando de uma série de fatores que causavam certa oscilação na taxa de juros da economia, como o segundo choque do petróleo, e que estavam, paralelamente, ocasionando o aumento do PIB, ou seja, um cenário de reorganização de mercados aliado às condições econômicas favoráveis.

Tal cenário viabilizou o surgimento das primeiras aquisições alavancadas em empresas cujos setores estavam em estágios maduros, como o setor de varejo, e que encontraram em tais operações financeiras uma forma de atingir seus objetivos de longo prazo.

O exemplo da RJR Nabisco reflete a magnitude que uma operação de aquisição alavancada pode chegar, alinhando-se boas condições macroeconômicas e *players* financeiros de alto nível. O objetivo claro da operação efetuada pelo fundo KKR era ganhar com os benefícios que geralmente resultam de uma aquisição alavancada.

Já no Brasil, o cenário econômico capaz de viabilizar tais operações é recente, e só foi alcançado por meio de um longo caminho de reformas e políticas iniciadas em 1993. De tal data até aproximadamente o ano 2000, o país vivenciou pela primeira vez um cenário de câmbio e inflação controlados, que culminaram no crescimento do PIB e na forte oferta de crédito até os dias de hoje. Tal cenário foi o principal fator que viabilizou o aparecimento de LBOs pela primeira vez no país.

No entanto, quando analisamos o estudo de caso da CVRD, nos deparamos com uma aquisição alavancada que vai além dos objetivos diretos de tais operações. Isso se deve, principalmente, pelo fato do objetivo de longo prazo da Vale ser o crescimento via aquisições, e não o ganho derivado de engenharia financeira como o melhoramento de margens e a criação de escudos fiscais.

Já nos outros exemplos temos duas operações bem sucedidas do ponto de vista da aquisição, e duas que fracassaram, uma devido ao desdobramento da crise financeira mundial e outra devido à forte competição na negociação. As outras duas operações que foram bem sucedidas tiveram um desdobramento negativo, já que a crise impactou nos resultados das companhias.

Pelos exemplos dados podemos concluir que a situação de estabilidade econômica conquistada ao longo de vários anos é suficiente para o aparecimento de operações de aquisições alavancadas no país. No entanto, tais operações só serão positivas no longo prazo se não houver fortes turbulências capazes de afetar o crescimento brasileiro, como vem ocorrendo.

Do ponto de vista global, a situação de incertezas quanto aos mercados europeus certamente impactará o crescimento do mundo todo. O Brasil já começa a rever suas projeções de crescimento do PIB e da inflação futura, evidenciando que o mercado não será favorável para a ocorrência de aquisições alavancadas. Já no longo prazo, admitindo-se um cenário de estabilidade econômica global, será possível evidenciar a ocorrência de inúmeras aquisições alavancadas no país.

Referências Bibliográficas

ADACHI, V. **San Antonio, controlada pela GP, renegocia dívida**, 2009.

BLAYDON, C. **Tuck School of business at Dartmouth. Center of Private Equity and Entrepreneurship, Note on Leveraged Buyouts**, Set. 2003.

BLAYDON, C.; WAINWRIGHT, F. **Tuck School of business at Dartmouth. The Balance Between Debt and Added Value**, Set. 2006.

CARVALHEIRO, N. **A política Monetária no Brasil Pós-real, Pesquisa e Debate, SP, Vol.13**, 2002.

DEPARATMENTO DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES; **Superando Desafios, o desempenho da CVRD em 2006**; 2007.

GAUGHAN, P. A. **Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings**, 2007.

GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**, 1997.

GROSER, S. **Tracking the World's Biggest Buyouts. The Wall Street Journal**. Jul. 2007.

KAPLAN, S.; STROMBERG, P. **Leveraged Buyouts and Private Equity**, 2008.

KAPLAN, Steven. **Management buyouts: Evidence on taxes as a source of value. Journal of Finance**, 1989b.

KAPLAN, S. **Sun Gard Data Systems, University of Chicago Graduate School of Business**.

LIDEN, G. **Leveraged Buyout: Uma Análise da Evolução das Aquisições Alavancadas no Mundo e no Brasil**, Jul. 2009.

LUZ, D. **Opções Reais e Compras Alavancadas (leveraged buy-outs): Um Estudo de Caso Aplicado a Magnesita**, 2009.

MICHEL, A.; SHAKED, I. **A Case Study of a Complex Laveraged Buyout, Financial Analyst Journal**, Set. 1991.

POHLMANN, É.; TRICHES, D. Análise do Desempenho da Política Monetária no Brasil após o Plano Real; Perspectiva Econômica, vol. 4, 2008

SANTOS, A.; GALLO, A.; COUTO, P.; SOUZA, A.; Efeito das Fusões e Aquisições da Vale no Resultado Operacional, 2008