

**MARCELO LEIDINGER AURICCHIO**

Análise estratégica e avaliação econômica de uma empresa produtora  
de materiais de construção francesa

São Paulo  
2008



**MARCELO LEIDINGER AURICCHIO**

Análise estratégica e avaliação econômica de uma empresa produtora  
de materiais de construção francesa

Trabalho de formatura apresentado à  
Escola Politécnica da Universidade  
de São Paulo para obtenção do  
Diploma de Engenheiro de Produção

Orientador:  
Professor Doutor  
Renato de Castro Garcia

São Paulo  
2008

## **FICHA CATALOGRÁFICA**

**Auricchio, Marcelo Leidinger**

**Análise estratégica e avaliação econômica de uma empresa produtora de materiais de construção francesa / M.L. Auricchio. – São Paulo, 2008.**

**112p.**

**Trabalho de Formatura - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Produção.**

**1.Finanças das empresas 2.Alavancagem 3.Envolvimento de dirigentes I.Universidade de São Paulo.Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção II.t.**

*“N3o existe caminho para a felicidade.*

*A felicidade 3 o caminho.”*

*(Mahatma Gandhi)*



À minha família,  
Aos meus amigos,  
E aos meus colegas de trabalho,  
Pelo apoio e compreensão para a execução deste trabalho.





## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a todos aqueles que de alguma forma contribuíram para a realização deste trabalho de formatura e para a minha formação acadêmica, profissional e pessoal.

Aos meus pais, Ruth e Agostinho, que me deram a vida e me ensinaram a vivê-la com dignidade. Um simples “obrigado” é pouco para agradecer por todos os sacrifícios que eles fizeram para que eu atingisse o objetivo de me formar na Escola Politécnica da Universidade de São Paulo.

Ao meu irmão que sempre esteve do meu lado durante a minha vida e que muito me incentivou para alcançar mais um objetivo na minha vida.

Aos professores do Departamento de Engenharia de Produção, em especial ao Professor Renato de Castro Garcia pelos conselhos e orientação que possibilitaram a elaboração deste trabalho e ao Professor Laerte Idal Sznelwar por toda ajuda e amizade durante o programa de duplo diploma na França.

Aos meus colegas de trabalho Tyrone Cooney, Pierre Schweisthal, Pierre de La Rochefoucauld, Hélène Pozios e Aurélie Maure que muito me ensinaram sobre o setor e forneceram o caminho para a elaboração deste trabalho.

Ao meu primo Daniel e meu amigo Fernando que me ajudaram efetivamente na realização deste trabalho, em especial ao Fernando que esteve ao meu lado ao longo de minha vida e me provou mais uma vez que a sua amizade e companheirismo não conhece limites.

À Carla, por me fazer sonhar mais alto e lutar para alcançar todos meus objetivos.



## RESUMO

O objetivo dessa monografia é apresentar um Trabalho de Formatura baseado em um projeto realizado pela equipe de *Leveraged & Acquisition Finance* do Banco HSBC da França.

O trabalho apresentado tem como objetivo analisar a natureza das transações e apreciar o nível de implicação dos bancos financiadores e dos investidores em *Private Equity* em uma operação de aquisição por alavancagem.

No cenário econômico atual, é de extrema importância analisar a influência que os investimentos em *Private Equity* têm sobre a empresa em um nível financeiro, gerencial e operacional e também explicar como os investidores em *Private Equity* criam valor para a empresa.

Esse trabalho analisa a evolução de uma empresa sob a influência de uma operação de LBO apontando as medidas tomadas pelos dirigentes e investidores em *Private Equity* com a finalidade de garantir o sucesso da operação.

Palavras chave: aquisição por alavancagem – investidores em *Private Equity* – melhoria do desempenho – envolvimento dos dirigentes.



## **ABSTRACT**

The objective of this report is to present my graduation project carried out at HSBC France in the Leveraged & Acquisition Finance team.

The presented project has the objective to analyze the nature of the transactions and to appreciate the level of implication of the financing banks in the leveraged buyouts transactions.

In the actual economic scenario, it is important to analyze the influences the investments in Private equity have over the enterprises in a financial, managerial and operational level and also to explain how the investors of Private Equity add value to the company.

This report analyzes the evolution of an enterprise under the influence of a LBO pointing the measures the management and the investors in Private Equity take in order to assure the success of the operation.

Keywords: leveraged buyouts – investors in Private Equity – performance improvements – management involvement.



## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Orgnização interna da equipe LAF Paris .....	34
Figura 2 – Forças que dirigem a concorrência na indústria.....	38
Figura 3 – Matriz SWOT.....	46
Figura 4 – Desdobramento da análise SWOT .....	48
Figura 5 – O Balanço Patrimonial .....	55
Figura 6 – Demonstrativo de resultado do exercício.....	58
Figura 7 – Organização de uma montagem financeira de LBO .....	62
Figura 8 – Estrutura clássica de uma montagem de LBO .....	64
Figura 9 – Esquema demosntrativo do efeito de alavancagem financeira .....	70
Figura 10 – Exemplo de uma sucessão de holdings .....	73





## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Resultado do HSBC Holding em 2006 e 2007 .....	32
Tabela 2 – Tipos de produtos de uma estrutura de financiamento de LBO .....	65
Tabela 3 – Balanço Patrimonial do Grupo Terreal em 2003 e as previsões de 2004 a 2007 ...	99
Tabela 4 – Demonstrativo de Resultado do Grupo Terreal em 2003 e as previsões de 2004 a 2007 .....	99
Tabela 5 – Demonstrativo de Fluxo de Caixa do Grupo Terreal em 2003 e as previsões de 2004 a 2007 .....	99
Tabela 6 – Simulação do Balanço Patrimonial do Grupo Terreal em 2003 e as previsões de 2004 a 2007 .....	100
Tabela 7– Simulação do Demonstrativo de Resultado do Grupo Terreal em 2003 e as previsões de 2004 a 2007 .....	101
Tabela 8 – Simulação do Demonstrativo de Fluxo de Caixa do Grupo Terreal em 2003 e as previsões de 2004 a 2007 .....	101
Tabela 9 – Simulação dos Indicadores do Grupo Terreal em 2003 e as previsões de 2004 a 2007 .....	102
Tabela 10 – Aquisições realizadas pelo Grupo Terreal a partir da segunda operação de LBO .....	104
Tabela 11 – Estrutura de dívida da operação de LBO do Grupo Terreal de Novembro de 2003 .....	111
Tabela 12 – Estrutura de dívida da operação de LBO do Grupo Terreal de Setembro de 2005 .....	112



## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Resultado antes do imposto por zona geográfica em 2007 .....	32
Gráfico 2 – Resultado antes do imposto por linha de clientela em 2007 .....	32
Gráfico 3 – Repartição das estruturas de financiamento de LBO .....	67
Gráfico 4 – Múltiplos de fluxo de caixa (Dívida Total / EBITDA) por setor .....	68
Gráfico 5 – Diversidade de LBO por setor em função do volume e do número de negócios de Janeiro a Julho de 2007 .....	69
Gráfico 6 – Benefícios ligados ao endividamento .....	71
Gráfico 7 – Custo total da estrutura de financiamento LBO (em bps) por ano .....	76
Gráfico 8 – Relação Dívida / EBITDA annual dos LBO .....	76
Gráfico 9 – Fonte de crescimento do valor da empresa em 2006 e 2007 .....	83
Gráfico 10 – Desempenho das empresas em valor total por ano e por tamanho da operação ..	86
Gráfico 11 – Desempenho das empresas em crescimento do EBITDA .....	87
Gráfico 12 – Desempenho das empresas em produtividade em 2007 .....	88
Gráfico 13 – Segmentação da receita do Grupo Terreal por país e por produto em 2006 .....	90
Gráfico 14 – Evolução da receita do Grupo Terreal entre 2002 e 2007 .....	104
Gráfico 15 – Evolução do EBITDA do Grupo Terreal entre 2002 e 2007 .....	105
Gráfico 16 – Evolução da Despesa de Capital do Grupo Terreal entre 2002 e 2007 .....	106
Gráfico 17 – Evolução do Capital de Giro do Grupo Terreal entre 2002 e 2007 .....	107
Gráfico 18 – Evolução do Fluxo de Caixa do Grupo Terreal entre 2002 e 2007 .....	107



## LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1 – Fluxo de caixa descontado para o valor da empresa.....	51
Equação 2 – Efeito de alavancagem.....	72



## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CAGR – *Compound Average Growth Rate.*

CAPEX – *Capital Expenditures.*

DRE – *Demonstrativo de Resultado do Exercício.*

DSCR – *Debt Service Coverage Ratio.*

EBIT – *Earnings Before Interest and Taxes.*

EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization.*

EUR m – *Milhões de Euros.*

IASB – *International Accounting Standard Board*

LBO – *Leveraged Buy Out.*

PE – *Private Equity.*

PIK – *Payment in Kind.*

SA – *Sociedade Anônima.*

SWOT – *Strenghts, Weaknesses, Opportunities and Threats.*

TIR – *Taxa Interna de Retorno.*

USD m – *Milhões de Dólares Americanos.*

VPL – *Valor Presente Líquido.*

VT – *Valor Terminal.*

WACC – *Weighted Average Cost of Capital.*





# SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO</b>	27
1.1. Definição do problema	28
1.2. Objetivo do trabalho	28
1.3. Estrutura do trabalho	29
1.4. Apresentação da empresa	30
1.4.1. Histórico do Grupo HSBC	30
1.4.2. O Grupo HSBC em números	31
1.4.3. HSBC França	32
1.4.4. A equipe de Leveraged & Acquisition Finance (LAF)	33
1.5. O Estágio e o trabalho de formatura	34
1.6. Engenharia de produção e o trabalho de formatura	35
<b>2. REVISÃO BIBLIOGRAFICA</b>	37
2.1. Revisão teórica em estratégia	37
2.1.1. As cinco forças competitivas de Porter	37
2.1.1.1. Rivalidade interna	38
2.1.1.2. Ameaça de novos competidores	39
2.1.1.3. Ameaça de produtos substitutos	41
2.1.1.4. Poder de barganha dos fornecedores	42
2.1.1.5. Poder de barganha dos clientes	43
2.1.2. Análise SWOT	44
2.1.2.1. Definições	44
2.1.2.2. A Matriz SWOT	46
2.1.2.3. Aplicação da análise	47
2.2. Revisão teórica em finanças corporativas	49
2.2.1. Decisões de Investimento de Capital	49
2.2.1.1. Decisão de investimento	50
2.2.1.2. Decisão de financiamento	51
2.2.1.3. Decisão de repasse de dividendos	52
2.2.2. Gerenciamento do Capital de Giro	53
2.2.3. Conceitos básicos de contabilidade	54
2.2.3.1. Balanço Patrimonial	54
2.2.3.2. Demonstrativo de Resultado	57
2.2.3.3. Demonstrativo de Fluxo de Caixa	58
2.3. Revisão teórica em alavancagem (financiamento LBO)	60
2.3.1. O modelo econômico do LBO do ponto de vista do investidor	61
2.3.2. Tipos de produtos	64
2.3.3. Características das empresas alvo	68
2.3.4. Apresentação teórica do efeito de alavancagem	70
2.3.5. A evolução do mercado europeu do LBO	74
<b>3. METODOLOGIA</b>	77
<b>4. Financiamento LBO: criação de valor?</b>	79
4.1. A contribuição do LBO	79
4.1.1. Compra proativa de empresas	79
4.1.2. Métodos de incentivo e gestão	80
4.1.3. Plano de negócios agressivo	81

4.1.4.	Melhoria do desempenho da empresa e crescimento.....	82
4.1.5.	Controle.....	83
4.1.6.	Venda do investimento.....	84
4.2.	Desempenho global das sociedades sob LBO.....	85
4.2.1.	Valor da empresa .....	85
4.2.2.	Rentabilidade .....	87
4.2.3.	Produtividade .....	87
<b>5.</b>	<b>Estudo de caso: Grupo Terreal.....</b>	<b>89</b>
5.1.	Apresentação do Grupo Terreal .....	89
5.2.	Apresentação do mercado de materiais de construção de barro .....	91
5.3.	Análise estratégica do Grupo .....	92
5.3.1.	Análise das Cinco Forças Competitivas de Porter .....	92
5.3.1.1.	Rivalidade entre empresas .....	93
5.3.1.2.	Ameaça de novos produtos .....	93
5.3.1.3.	Ameaça de produtos substitutos.....	94
5.3.1.4.	Poder de barganha dos fornecedores.....	94
5.3.1.5.	Poder de barganha dos clientes .....	95
5.3.2.	Análise SWOT .....	95
5.3.2.1.	Pontos Fortes ( <i>Strenghts</i> ).....	95
5.3.2.2.	Pontos Fracos ( <i>Weaknesses</i> ) .....	96
5.3.2.3.	Oportunidades ( <i>Opportunities</i> ) .....	96
5.3.2.4.	Ameaças ( <i>Threats</i> ) .....	97
5.4.	Análise financeira do Grupo .....	98
5.4.1.	Análise do Grupo Terreal isolado .....	98
5.4.2.	Análise da Empresa Alvo sob LBO .....	100
5.4.3.	Resultado das operações de LBO.....	102
5.4.3.1.	Receita.....	104
5.4.3.2.	EBITDA .....	105
5.4.3.3.	Despesa de Capital .....	105
5.4.3.4.	Capital de Giro .....	106
5.4.3.5.	Fluxo de Caixa .....	107
<b>6.</b>	<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>108</b>
	<b>LISTA DE REFERÊNCIAS .....</b>	<b>109</b>
	<b>APÊNDICE A – Estrutura de dívida implementada na primeira operação de LBO do Grupo Terreal em Novembro de 2003 .....</b>	<b>111</b>
	<b>APÊNDICE B – Estrutura de dívida implementada na segundaa operação de LBO do Grupo Terreal em Setembro de 2005 .....</b>	<b>112</b>

## 1. INTRODUÇÃO

Entre os anos 2005 e 2007, a indústria do *Private Equity* conheceu o seu maior crescimento de sua história suportados principalmente pela combinação (i) de um crescimento econômico sólido, (ii) de uma baixa das taxas de juros e (iii) das condições de empréstimo cada vez mais favoráveis. O ano 2006 foi um ano recorde para a indústria do *Private Equity* na Europa, com mais de 50 transações que ultrapassaram um bilhão de euros e o total das transações representaram um quarto da atividade de fusões e aquisições. O ano 2007 começou sobre as mesmas bases encorajadoras que o ano anterior com um número recorde de transações, com levantamento de fundos ainda muito altos e com estruturas de financiamento cada vez mais agressivas.

O mercado do LBO\* fez sua primeira aparição durante os anos 50 baseados sobre um modelo de financiamento bastante simplificado com uma fatia única de dívida acompanhada de uma emissão de ações preferenciais para levantar os fundos necessários para realizar a aquisição. A utilização de empresas públicas como veículo de investimentos para a compra de carteiras de investimento se tornou cada vez mais popular durante os anos 60 e 70 favorecendo o crescimento deste mercado. O interesse no LBO se confirmou após a sua expansão durante os anos 80 nos Estados Unidos e nos anos 90 na Europa quando a questão de seu financiamento evoluiu fortemente com a criação de novas estruturas de dívida mais flexíveis. O tamanho das transações e a inovação das ferramentas de suporte financeiro também contribuíram diretamente para a evolução e desenvolvimento deste mercado.

Em Junho de 2007, uma forte crise financeira atingiu fortemente o mercado financeiro global e afetou drasticamente a liquidez bancária criando assim uma grande incerteza sobre os compromissos diretos e indiretos das instituições financeiras em matérias de crédito a risco. O medo crescente de uma desaceleração geral das atividades dos bancos de financiamento e investimento, muito rentáveis e sustentadores do crescimento econômico dos anos anteriores, acabaram desencadeando uma verdadeira crise de confiança e ninguém pode prever precisamente qual será o impacto final sobre a conjuntura mundial. No entanto, é certo que essa crise modificará profundamente o papel, a importância, o estado e o futuro do *Private Equity*.

O ano 2008 será sem dúvida nenhuma o ano da reorganização mais importante que o mercado mundial do LBO já enfrentou. As condições de financiamento do LBO já mudaram muito e a desaceleração em termos de volume e número desse tipo de operação (70 operações de LBO no primeiro semestre de 2008 contra 223 no primeiro semestre de 2007) está acompanhada de um reforço muito significativo das operações de investimento de capitais de tamanho mais modesto e menos suportadas por efeitos de endividamento.

### **1.1. Definição do problema**

Analisando esse novo contexto econômico ao qual os atores do mercado do LBO estão expostos, a questão que emerge é a seguinte: as operações de LBO são uma simples oportunidade de mercado ligada às condições favoráveis de financiamento ou são um modelo econômico em longo prazo?

Essa questão não nos permite uma resposta direta dada (i) a estrutura de financiamento muito complexa dos LBOs e (ii) a implicação direta, porém subjetiva dos gestores no resultado desse tipo de operação. Faz-se necessária então, uma análise precisa das diferentes formas que o efeito de alavancagem tem sobre o processo de criação de valor da empresa e as suas conseqüências.

### **1.2. Objetivo do trabalho**

O objetivo desse trabalho é de analisar a natureza das transações e apreciar em quais medidas os grandes bancos de financiamento e os fundos de investimento estão implicados nas operações de LBO. Ao mesmo tempo, o trabalho propõe uma análise estratégica e uma avaliação econômica de um caso muito conhecido de um grupo que foi alvo de uma operação de alavancagem, o Grupo Terreal.

A escolha do tema foi baseada nas atividades desempenhadas pelo autor em seu estágio, à época da elaboração do trabalho. Entre essas atividades, podemos destacar análises estratégicas e econômicas da empresa alvo que estava inserida em um contexto favorável da economia francesa quando o mercado de materiais de construção estava em crescimento, sendo o Grupo Terreal um dos líderes desse mercado.

### **1.3. Estrutura do trabalho**

Como foi explicado acima, o objetivo desse trabalho é de analisar a natureza das operações de LBO e para tal, o mesmo será organizado da seguinte maneira:

O Capítulo 1 introduz os tópicos abordados nesse trabalho, definindo o problema a ser estudado e os objetivos a serem atingidos. Em seguida, uma apresentação da empresa será feita para mostrar em qual ambiente esse trabalho pode evoluir. Por último, será explicitada a relação do mesmo com o estágio realizado assim como com o Departamento de Engenharia de Produção.

O Capítulo 2 apresenta o referencial teórico sobre o qual o trabalho inteiro se sustenta. Primeiramente, será apresentada uma revisão bibliográfica sobre estratégia corporativa seguida de uma revisão sobre finanças corporativas. Por último, uma revisão sobre efeito de alavancagem será apresentada.

O Capítulo 3 apresenta a metodologia a ser utilizada nesse trabalho e qual é a sua proposta para responder à questão levantada no primeiro capítulo.

O Capítulo 4 faz uma análise profunda das ferramentas utilizadas pelos gestores para criar valor para a empresa a partir da utilização do efeito de alavancagem. Esse capítulo apresenta também um comparativo de resultados entre as empresas sob LBO com outras de capital aberto comprovando assim o desempenho superior das primeiras.

O Capítulo 5 propõe um estudo detalhado de um caso de LBO muito conhecido na Europa. Esse estudo nos permite de conhecer a realidade de um LBO através de dados fornecidos pelos gestores durante os anos seguintes à operação. Esse caso é muito interessante por se tratar de um primário LBO seguido de um LBO secundário onde podemos ver facilmente as áreas de atuação dos gestores em cada caso e comprovar a sua complementaridade. Por último poderemos apreciar os resultados obtidos graças à operação de alavancagem.

O Capítulo 6 refere-se à conclusão do trabalho que busca rever o tema proposto e destacar as principais análises e avaliações realizadas apontando as conclusões que podemos tirar delas. Esse capítulo aponta também a contribuição do trabalho em questão.

Ao final do documento constam as Referências Bibliográficas, Apêndices e Anexos que são complementares ao trabalho.

#### **1.4. Apresentação da empresa**

O estágio, iniciado em maio de 2008, foi realizado na área de **Finanças Corporativas, Banco de Investimento e Mercados** (Corporate & Investment Banking and Markets), com ênfase em **Alavancagem & Finanças de Aquisição** (Leveraged & Acquisition Finance) da sede francesa do banco HSBC. É dentro desse contexto que o trabalho evoluiu.

##### ***1.4.1. Histórico do Grupo HSBC***

Fundado em 1865 por Thomas Sutherland, o grupo “Hong Kong and Shanghai Banking Corporation” tinha como objetivo inicial financiar o desenvolvimento das trocas comerciais efetuadas entre a China e os países europeus.

A primeira metade do século XX foi marcada pela expansão do grupo HSBC pela Ásia. O banco se tornou um dos principais atores do mercado nesse território. A partir da segunda metade do século XX, HSBC atingiu uma dimensão internacional criando e comprando bancos locais através do mundo. Em 1959, o banco fez sua entrada na Europa ao adquirir o “British Bank of the Middle East” na Inglaterra. Em 1983, o banco se implantou nos Estados Unidos ao comprar a “Marine Midland Bank”. O seu desenvolvimento segue via a Austrália, Brasil e Argentina.

No início do século XXI, o banco segue seu desenvolvimento realizando numerosas compras na Europa e nos Estados Unidos. Atualmente, baseado em Londres, o Grupo HSBC está cotado em Paris, Hong Kong, Londres, Bermudas e Nova Iorque, e ocupa a quarta posição como banco no mundo em termos de capitalização em bolsa.

O Grupo HSBC soube, ao longo de seu desenvolvimento, repartir suas atividades de maneira equilibrada entre a Ásia, a América Latina, o Oriente Médio e os paises industrializados, mas também em termos de serviços oferecidos aos particulares, o banco comercial, o banco de financiamento e investimento, o banco privado e o banco de crédito à consumação.

Atualmente, o Grupo HSBC contabiliza 120 milhões de clientes através do mundo em 76 países diferentes e reagrupa 284000 assalariados repartidos através de 9570 implantações na Europa, na Ásia-Pacífico, na América de Norte e do Sul, no Oriente Médio e na África.

#### ***1.4.2. O Grupo HSBC em números***

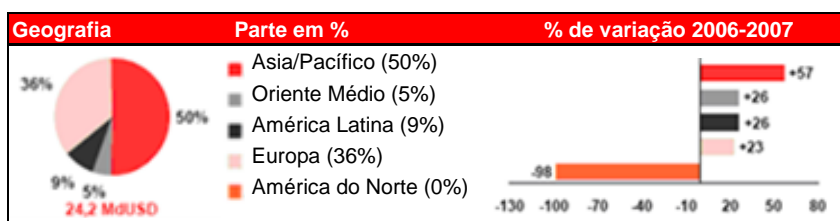
Em 2007, o resultado antes do imposto do HSBC Holdings era de USD 24212m, um resultado 10% maior que do ano anterior que foi de USD 22086. Tudo isso considerando que a partir de Junho de 2007 o banco foi afetado fortemente pela crise dos *subprimes*. Podemos ver na tabela seguinte a evolução do resultado do grupo HSBC entre os anos 2006 e 2007:

em milhões de USD	2006	2007	% var. anual
Produto líquido bancário antes de despesas por depreciação por risco de crédito	65366	78993	21%
Despesas por depreciação por risco de crédito	-10573	-17242	63%
Produto líquido bancário	54793	61751	13%
Despesas operacionais	-33553	-39042	16%
Resultado antes do imposto	22086	24212	10%
Resultado líquido do Grupo	15798	19133	21%

**Tabela 1 – Resultado do HSBC Holding em 2006 e 2007**

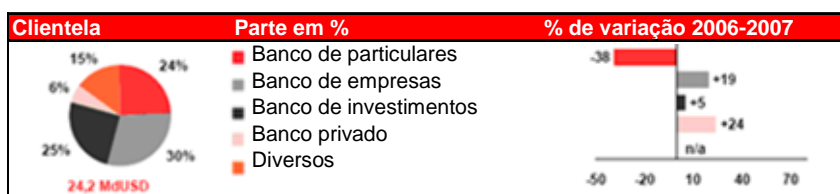
Fonte – Intranet do HSBC

O Grupo HSBC é um banco internacional que soube suportar a sua força a sua imagem sobre a sua clientela privada uma vez que o objetivo principal do banco é de ser o ator número 1 desse segmento de atividade. Nos gráficos seguintes podemos apreciar a divisão do resultado antes do imposto por zona geográfica e por linha de clientela:



**Gráfico 1 – Resultado antes do imposto por zona geográfica em 2007**

Fonte – Intranet HSBC



**Gráfico 2 – Resultado antes do imposto por linha de clientela em 2007**

Fonte – Intranet HSBC

### 1.4.3. HSBC França

O HSBC França é resultado da compra do banco CCF e mais uma dezena de outros bancos em 2000. A partir dessa data, o serviço de gestão de ativos de sua filial CCF



Capital Management se desenvolveu via uma nova entidade: HSBC Asset Management (Europe) AS, responsável pela gestão dos ativos dos mercados europeus.

Dentro do serviço do banco privado, as quatro filiais especializadas do CCF, HSBC Republic, CCF Banque Privée Internationale, Banque Eurofin e Banque Du Louvre se fusionaram em outubro de 2003 para se transformar no HSBC Private Bank France. Em 2003, sob a direção de seu antigo CEO, Charles-Henri Filipi, HSBC desenvolve um plano estratégico com a finalidade de acelerar o seu crescimento nos serviços financeiros direcionados aos particulares, no banco de grande clientela e de mercado, na gestão de ativos, na área de seguros e no banco privado.

Desde 2005, a metade das agências francesas (380 agências) adotou a marca HSBC. A segunda metade é constituída de sete filiais bancárias regionais que reagrupam um total de 400 agências através do país. No total, HSBC França é constituído de 780 agências nas quais trabalham 14500 assalariados. HSBC França finalizou em julho de 2008 a cessão de alguns bancos regionais ao Banco Federal de Bancos Populares

#### ***1.4.4. A equipe de Leveraged & Acquisition Finance (LAF)***

O serviço de Leveraged & Acquisition Finance (LAF) pertence ao serviço de grande clientela (Corporate & Investment Banking and Markets), CIBM. LAF reagrupa todos os serviços ligados ao financiamento de aquisições, sejam as equipes de originação, de distribuição, de gestão de transações, de execução e a venda no mercado secundário. A equipe tem um budget total de USD 50m de receita.

No total, as equipes LAF são formadas por 120 pessoas das quais 17 trabalham na equipe francesa. As equipes LAF de Londres, Estados Unidos, Ásia/Pacífico e África/Oriente Médio são estruturadas da mesma forma que a equipe francesa.

Sendo considerado um único serviço, LAF Paris está separada em duas partes, o financiamento de corporações (serviço no qual HSBC não é investidor) e o financiamento

LBO (serviço no qual HSBC é investidor). Essa organização está representada no organograma seguinte:

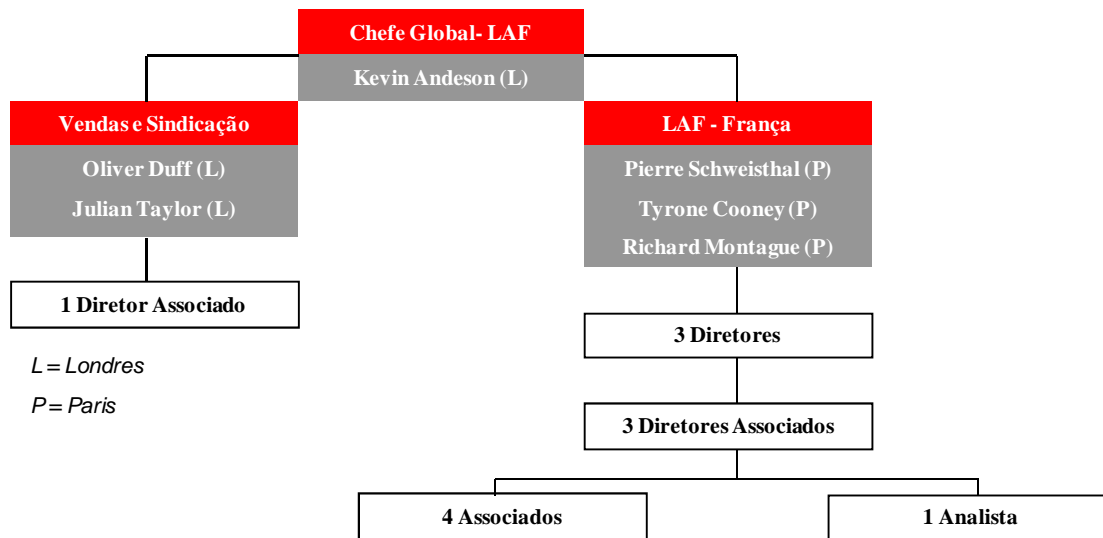


Figura 1 – Orgnização interna da equipe LAF Paris

Fonte – Intranet HSBC

### 1.5. O Estágio e o trabalho de formatura

O HSBC possui expertise no setor atacadista na Europa já que participou da compra e venda de muitas empresas. Na França, o HSBC sofre uma forte concorrência dos Bancos franceses, porém consegue, através da qualidade de seus serviços, conquistar uma fatia grande desse mercado.

A área de Finanças Corporativas do banco tem por função atuar como assessor financeiro de empresas e instituições do governo na realização de fusões. A área de Finanças de Alavancagem é responsável também pela análise financeira de empresa no intuito de garantir o nível de alavancagem financeira ideal para a operação. Dessa forma, um dos papéis capitais dessa área é o financiamento de aquisições.

As atividades desempenhadas durante o estágio incluem a análise financeira da empresas, elaboração de modelos econômicos e de sensibilidade, participar à elaboração de

mandatos de financiamento e tomada de decisão na criação das estruturas financeira de LBO que têm por finalidade realizar uma avaliação financeira precisa e determinar a estrutura de financiamento ideal para a realização de uma operação de LBO.

Dessa forma, as atividades realizadas no estágio foram de suma importância para a realização de uma análise estratégica e financeira da empresa Terreal S.A. garantindo assim a criação de um modelo ideal de financiamento.

### **1.6. Engenharia de produção e o trabalho de formatura**

O Engenheiro de Produção formado pela Escola Politécnica da Universidade de São Paulo é um profissional dinâmico e polivalente, possuidor de características únicas muito procuradas no mercado de trabalho. Dada a ampla formação oferecida aos alunos, os mesmos têm a capacidade de atuar em diversos campos como a gestão da qualidade, a logística, a tecnologia da informação e a administração ou até mesmo na área estratégica e financeira das empresas.

A seguir, podemos destacar alguns cursos que me forneceram uma base sólida e ampla para a realização desse trabalho que em uma primeira vista parece meramente um estudo econômico, mas que na verdade engloba valores estratégicos, financeiros e acima de tudo corporativos:

- **Introdução à Engenharia:** esse curso ofereceu bases sólidas para o entendimento da economia mundial que puderam ser adaptadas para a análise da economia francesa, mais precisamente no mercado de materiais de construção;
- **Contabilidade e Custos:** esse curso foi fundamental para a compreensão dos demonstrativos financeiros que foram exaustivamente analisados para um entendimento preciso da empresa na qual esse trabalho se baseia;
- **Engenharia Econômica e Finanças:** esse curso foi de importância capital uma vez que o assunto tratado pode ser resumido como uma forma de

investimento. Dessa forma, a introdução a assuntos como taxa interna de retorno (TIR) e valor presente líquido (VPL) foi crucial para a evolução não só do trabalho, mas do próprio estágio em si;

- **Economia de Empresas:** esse curso permitiu um melhor conhecimento da estrutura de custos dos produtos, assunto exaustivamente discutido no trabalho uma vez que a operação do tipo LBO tem como fator determinante de sucesso, a otimização da margem dos produtos;

Em suma, podemos ver que o trabalho realizado tem total envolvimento com o curso de Engenharia de Produção, utilizando diversos conceitos apresentados durante o curso. Essas ferramentas foram de importância capital para a realização das análises estratégicas e financeiras na empresa Terreal S.A.

## **2. REVISÃO BIBLIOGRAFICA**

Nesse segundo capítulo, serão apresentadas teorias pesquisadas para o desenvolvimento desse trabalho. O trabalho é baseado sobre três pilares: análise estratégica e financeira da empresa e aplicação da teoria de alavancagem como fonte de financiamento.

### **2.1. Revisão teórica em estratégia**

Nesta primeira parte da revisão bibliográfica, apresentaremos duas teorias muito importantes que são ligadas à análise estratégica da empresa. Numa primeira parte, destacaremos a importância da análise do contexto no qual a empresa está inserida através de ferramenta conhecida por “As cinco forças competitivas de Porter”. Numa segunda parte, analisaremos a empresa em si apontando as suas características principais que destacam as suas forças, fraquezas, oportunidades e ameaças, a análise “SWOT – Strength, Weakness, Opportunities and Threats”. A partir dessas análises conheceremos melhor a empresa não só internamente, mas também o meio ambiente no qual ela participa.

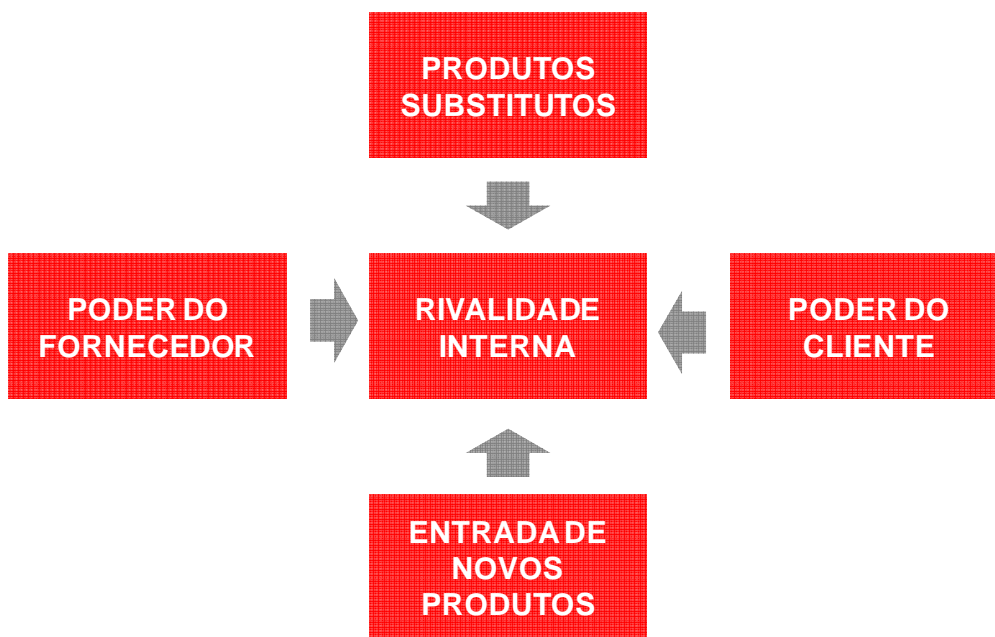
#### ***2.1.1. As cinco forças competitivas de Porter***

Acreditando que o sucesso de uma empresa se torna viável de acordo com a influência de diversos fatores na estrutura desta, desenvolveu-se uma análise de concorrência utilizando as Cinco Forças Competitivas. Essas Cinco Forças Competitivas auxiliam a determinar a atratividade de um setor de acordo com a intensidade da concorrência.

Porter (1991) descreve como ponto crucial para a elaboração de uma estratégia competitiva, o relacionamento entre a empresa e o contexto no qual está inserido, abrangendo forças sociais e econômicas. Para tanto, Porter (1991) identifica cinco forças básicas que quando combinadas além de determinar a concorrência, afetam também a rentabilidade da

indústria. São elas: (i) a rivalidade entre as empresas existentes em um mercado, (ii) a ameaça de novos competidores, (iii) a ameaça de produtos substitutos, (iv) o poder de barganha dos fornecedores e o por fim, (v) o poder de barganha dos consumidores.

Esses fatores influenciam diferentemente empresas em diversos setores, podendo fatores alterar de peso de acordo com o seu contexto. Abaixo temos um esquema de como essas forças estão presentes na realidade da empresa:



**Figura 2 – Forças que dirigem a concorrência na indústria**

Fonte – Porter (1991)

#### **2.1.1.1. Rivalidade interna**

Para a maioria das indústrias, esse é o principal determinante da competitividade do mercado. Às vezes rivais competem agressivamente, não só em relação ao preço do produto, como também a inovação, marketing, etc.

É importante destacar que essa rivalidade ocorre quando um ou mais concorrentes percebem a oportunidade de ganhar parte do mercado ou quando se sentem pressionados por

seus competidores ou indústria forçando assim a necessidade de uma resposta estratégica. Podemos destacar como principais manobras adotadas pelas empresas as seguintes:

- Concorrência de preços;
- Nível de diferenciação do produto;
- Criação de novos produtos;
- Nível de publicidade;
- Qualidade do produto;
- Serviços ou garantias oferecidos.

É importante ressaltar que essas estratégias podem afetar tanto positivamente quanto negativamente a rentabilidade de um determinado mercado. A razão para a utilização pode ser explicada pela interação de diversos fatores que influenciam diretamente o nível de rivalidade de um mercado:

- Crescimento da indústria;
- Concentração de mercado;
- Diversidade de competidores;
- Equilíbrio entre os competidores;
- Nível de fidelidade à marca;
- Custos de mudanças ou adaptação do produto;
- Custos fixos altos;
- Complexidade e assimetria informacional;
- Fortes barreiras à saída

#### **2.1.1.2. Ameaça de novos competidores**

O segundo fator influente na competitividade de empresas estabelecidas em um setor é a entrada de novos concorrentes considerados ameaçadores para o mercado. A entrada de novas empresas em uma indústria traz maior capacidade de produção, desejo de ganhar participação no mercado e muitas vezes a obtenção de importantes recursos substanciais.

Essas entradas podem pressionar o preço de produtos existentes fazendo com que as indústrias tenham que aumentar seus esforços, o que reduz sua rentabilidade. A ponderação da ameaça de entrada no mercado depende de uma existente barreira ao acesso ao mercado e à previsão de reação da concorrência persistente entre outros participantes. (Porter, 1991)

### **Barreiras para o Acesso ao Mercado**

Barreiras, existentes à entrada ao mercado, podem aumentar ou diminuir a ameaça de novos concorrentes. Podemos diferenciá-las da seguinte forma:

- **Economias de escala:** Economias de escala ocorrem quando o custo unitário de qualquer produto reduz dado o alto volume de produção que permite uma maior dissolução do custo fixo de produção. Atores recém-chegados acabam afugentados por terem de se confrontar com esse problema, pois, por um lado, empresas que tendem a entrar no mercado com um grande volume de produção, devem esperar severas e eficazes retaliações por parte da concorrência. Por outro lado, empresas com uma menor escala produtiva acabam em desvantagem por um maior custo unitário;
- **Diferenciação do produto:** Devido ao fato de muitos consumidores se identificarem com marcas famosas e por isso criarem certa fidelidade, recém-chegados necessitam recursos significativos para poderem transpor essas barreiras impostas ao mercado. Essa superação conta com elevados custos de marketing/publicidade, serviço ao cliente e de produção como exemplos de perdas iniciais;
- **Necessidade de altos investimentos:** Nas indústrias com elevados requisitos de capital para pesquisa e desenvolvimento, patentes caras, marketing e publicidade e também outros fatores de custos com risco relativamente elevado, barreiras à entrada são criadas;
- **Desvantagem de custo independente do tamanho:** Independentemente do tamanho ou escala de uma companhia, empresas já estabelecidas em um mercado podem beneficiar-se sobre os novos concorrentes. Por exemplo, algumas empresas possuem uma própria tecnologia e assim único acesso ao “know-how”, possuem patentes ou mesmo processo diferenciado. Porter



(1991) inclui também acesso à matéria-prima como um monopólio dos recursos naturais, além de localização vantajosa, subsídios do Estado entre outras formas de vantagens para as empresas;

- **Acesso a canais de distribuição:** Para conseguir vender seu produto, empresas rivais tendem assegurar-se de seus canais de distribuição. Para isso é necessário para novos concorrentes procurarem novos meios para a utilização de canais já utilizados por empresas já estabelecidas. Isso poderia ser feito através de reduções de preços ou promoções em acordo com outros concorrentes. No entanto, isso reduziria o lucro sobre o produto;
- **Políticas governamentais:** Os governos poderiam exercer um significativo impacto sobre os mercados concorrentes. Através das exigências de licenciamento, restrições às matérias-primas e regras de sustentabilidade podem alterar significativamente a atual estrutura competitiva.

### **Previsão de Reação da Concorrência**

Outro fator que influencia na decisão de aderir a um mercado é a resposta esperada a partir de concorrentes existentes. Se eles, por exemplo, já expulsaram um anterior recém-chegado ao mercado ou têm possibilidades de utilização de alto volume de recursos, faz com que potenciais candidatos reflitam mais sobre a entrada no mercado. Isso se aplica também quando empresas já estabelecidas no mercado sugerem abaixar dramaticamente os preços ou quando o crescimento econômico dentro de um setor é muito baixo. (Porter, 1991).

#### **2.1.1.3. Ameaça de produtos substitutos**

Além da ameaça de uma nova concorrência e à necessidade sempre de uma boa posição de negociação com empresas concorrentes de um mesmo setor, também existe a problemática com outras indústrias do setor que produzem produtos substitutos. São produtos que cumprem com as mesmas funções que os produtos requisitados pelos clientes. Quanto mais atraentes são esses produtos substitutos (preço, desempenho, qualidade, etc.), menor são os lucros que podem ser auferidos. (Porter, 1991):

- Relação preço/rendimento;
- Nível de diferenciação do produto;
- Poder de barganha do comprador;
- Qualidade do produto.

Outro fator seria que, o produto comercializado ou produzido pela empresa possa tornar-se obsoleto com o tempo, para isso não ocorrer é preciso investir em avanços tecnológicos, produzir um derivado ou mesmo um novo produto. A organização deve ficar atenta as novas mudanças/tendências do mercado/produto. Caso não seja feito nada, a concorrência pode ganhar parte do mercado da empresa analisada.

#### **2.1.1.4. Poder de barganha dos fornecedores**

O poder de negociação dos diversos participantes do mercado é afetado diretamente pela fonte de poder do fornecedor. Essa “Força Competitiva” é dada pelo grande poder de negociação dos preços ou a qualidade de certos produtos entre os fornecedores e os clientes.

É possível que uma forte empresa estabilizada no mercado ameace a aumentar o preço de produtos ou serviços ou reduzir a qualidade. Conseqüentemente o lucro das empresas nesse setor entraria em declínio caso não consigam compensar essa conseqüência com aumento de preço ou medidas de compensação.

Da mesma forma também é forte a posição do fornecedor se for único ou terem produtos diferenciados. Fornecedores podem recusar-se a trabalhar com a empresa, ou, por exemplo, cobrar preços excessivamente elevados para recursos únicos:

- Grau de diferenciação dos insumos;
- Custo dos fatores de produção em relação ao preço de venda do produto;
- Ameaça de transmitir integração dos fornecedores em relação à ameaça de integração por outras empresas;

- Ter somente um fornecedor para a empresa pode ser um ponto fraco, caso o fornecedor venha a falir ou mesmo elevar os preços das matérias-primas muito maiores em relação à concorrência.

#### **2.1.1.5. Poder de barganha dos clientes**

Similar à importância do poder de barganha dos fornecedores é o do cliente. Os clientes podem influenciar decisivamente a concorrência, aumentando os preços dos produtos ou prima de maior qualidade e desempenho. Assim jogando os concorrentes uns contra os outros, reduzindo conseqüentemente a rentabilidade do setor. Com base em diversas características pode então determinar o poder de negociação e influência dos clientes. Um poderoso poder de barganha cliente seria quando esse é comprador único ou pertence a um grupo mais concentrado. (Porter, 1991)

Isso se aplica também quando o produto a ser adquirido é padronizado ou indiferenciado então os clientes compram grandes quantidades, contando que a qualidade desses pode ser negligenciada.

Quando produtos representam uma parte significativa dos custos de aquisição ou o grupo de clientes necessita de apenas uma pequena variação de custo para essa aquisição, esse grupo obtém uma forte posição negociadora. Por isso o cliente pode exercer grande influência quando se torna credível de um recuo na integração da indústria fornecedora.

## 2.1.2. *Análise SWOT*

### 2.1.2.1. Definições

A análise SWOT (Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats) consiste em um modelo usado para o aprofundamento em questões estratégicas de uma empresa. O modelo foi criado por Albert Humphrey, que conduziu uma pesquisa na Universidade de Stanford nos anos 60 e 70, utilizando dados de empresas cotadas pelo índice Fortune 500, que reúne anualmente as 500 maiores empresas americanas.

Deste modo, a análise visa criar estruturar informações referentes à empresa e seu ambiente competitivo, de forma a auxiliar no processo de adequação de recursos e capacidade produtiva ao mercado na qual a empresa esta inserida, levando em conta aspectos como perfil da clientela, legislação vigente e presença de concorrência.

O processo é realizado com a decomposição em dois tipos de análise:

- Análise Interna: Efetua-se uma análise dos pontos fortes da empresa (Strengths) e de seus pontos mais vulneráveis (Weaknesses);
- Análise externa: Efetua-se uma análise do ambiente competitivo, onde se apontam as oportunidades (Opportunities) e as ameaças (Threats).

#### **Pontos fortes (S)**

Os pontos fortes da empresa são recursos e competências que ela possui, capazes de constituir uma vantagem competitiva face à concorrência. Podem-se destacar alguns exemplos de pontos fortes, tais como patentes, marcas, contratos de exclusividade em mercados e/ou obtenção de recursos, etc.

Assim, Rozen (2005) resume os pontos fortes como tudo aquilo que permite e empresa maximizar seus lucros e/ou diminuir seus custos.

### **Pontos fracos (W)**

Os pontos fracos são basicamente o oposto dos pontos fortes, ou a insuficiência ou ausência de aspectos considerados como pontos fortes. Assim, têm-se aspectos que dificultam ou impossibilitam a empresa de constituir vantagens competitivas. Alguns aspectos podem ser destacados, tais como: falta de proteção por patente, marca sem expressão, reputação ruim, estrutura de custos elevada e dificuldade em acessar mercados e/ou recursos, etc.

Rozen (2005) resume os pontos fracos como os maiores geradores de custos e perda de oportunidades das empresas.

### **Oportunidades (O)**

As oportunidades são desequilíbrios no mercado capazes de gerar lucros e/ou diminuição de custos para as empresas, bem como crescimento e ganho de fatias do mercado, ou mesmo a criação de um mercado.

Assim, podem-se destacar alguns tipos de oportunidades, tais como: uma necessidade de cliente não atendida, uso de novas tecnologias, mudança de legislação ou regulamentos, diminuição de barreiras de acesso a mercados e recursos, etc.

### **Ameaças (T)**

As ameaças são muito semelhantes às oportunidades, mas a diferenciação entre ambas depende do ponto de vista da empresa, ou seja, se o fenômeno constitui uma ameaça ou uma oportunidade. Dessa maneira, as ameaças podem implicar diminuição de lucros e/ou aumento de custos, retração da empresa e perda ou mesmo extinção de um mercado.

Assim, podem-se destacar alguns tipos de ameaças, tais como: mudanças nas preferências dos clientes com produtos diferentes dos oferecidos pela empresa, aparição de novos produtos da concorrência, mudança de legislação e regulamentos, aumento de barreiras de acesso a mercados e recursos, etc.

### 2.1.2.2. A Matriz SWOT

A análise SWOT visa se utiliza de uma representação que enquadra as informações levantadas nas análises externa e interna. De fato, as informações, reunidas em forma de uma matriz, são utilizadas para auxiliar na definição de estratégias de consolidação da posição da empresa, ou mesmo de mudanças.

	Ajuda	Atrapalha
Interna	<b>S</b> Forças	<b>W</b> Fraquezas
Externa	<b>O</b> Oportunidades	<b>T</b> Ameaças

**Figura 3 – Matriz SWOT**

Fonte – Adaptado de Rozen (2005)

Segundo Tonini, Spinola e Laurindo (2007), o ambiente externo está fora do controle da empresa, agindo de forma igual sobre todas as empresas. Assim, as oportunidade e ameaças seriam as mesmas para as empresas de um mesmo mercado e em uma mesma região. Já os fatores internos, são de controle de cada empresa, e são de fato o elemento sobre o qual se deve agir para implementar uma estratégia. Com tais afirmações e com base na matriz, têm-se os seguintes tipos de estratégia:

- Estratégia S-O: Combina os pontos fortes das empresas com as oportunidades existentes;
- Estratégia W-O: Busca superar os pontos fracos da empresa para explorar as oportunidades;
- Estratégia S-T: Busca trabalhar os pontos fortes das empresas de forma a torná-las menos vulneráveis às ameaças;

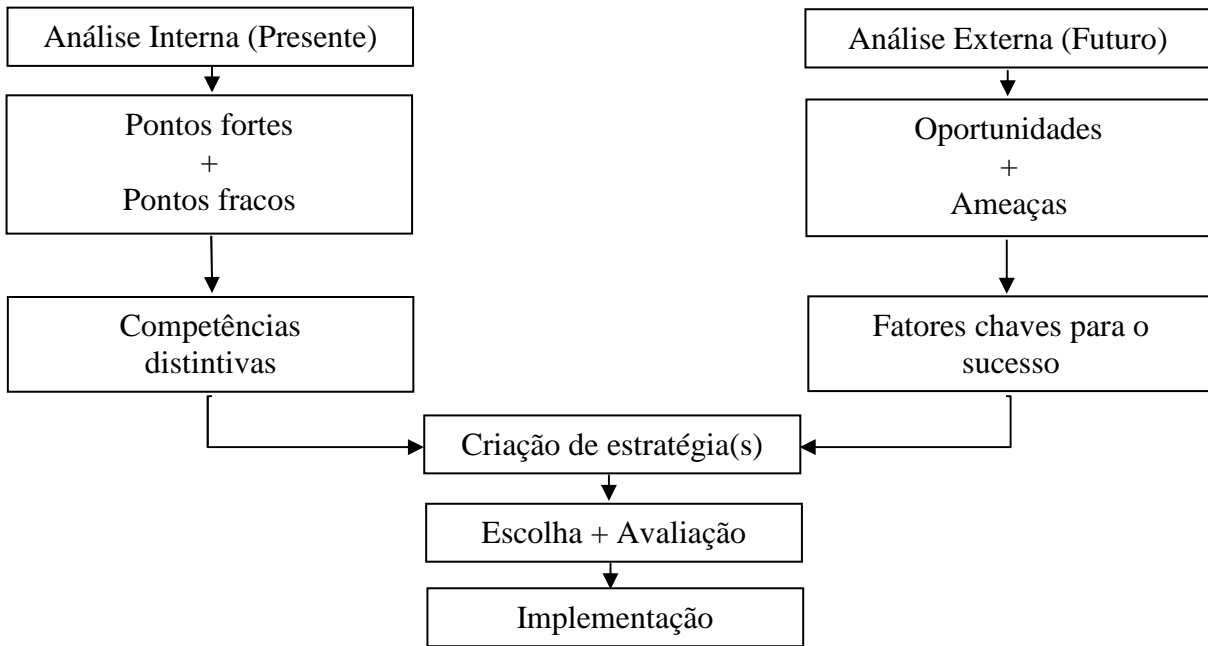
- Estratégia W-T: Busca estabelecer uma postura defensiva de fortalecimento das fraquezas da empresa de forma a torná-la mais resistente às ameaças externas.

### **2.1.2.3. Aplicação da análise**

Como pôde ser visto nos itens anteriores, a análise SWOT visa estruturar informações de forma a racionalizar o processo de formulação de estratégias para as empresas, e trata-se de um método de relativa facilidade de aplicação e mobilização de pessoal. No entanto, existem divergências em relação à aplicação do SWOT como ferramenta efetiva no auxílio à formulação de estratégias coerentes e condizentes com a situação da empresa e seu setor e local de atuação.

Armstrong (2004) alega que as pessoas que utilizam a análise SWOT terminam por crer que realizaram um trabalho adequado de formulação de estratégias e seu planejamento, ignorando a coerência real dessas estratégias com os objetivos da empresa, assim a avaliação de viabilidade de tais estratégias, com o cálculo de retorno do investimento, por exemplo. A análise SWOT será melhor empregada se um objetivo ou objetivos forem acordados previamente.

Rozen (2005), por sua vez, reitera o papel do método de fomentador da formulação de estratégias que levem em conta as competências internas da empresa e o cenário externo. De fato, ele defende um desdobramento ainda maior da análise SWOT, com a determinação de conceitos denominados competências distintivas e fatores chave para o sucesso, e cria um modelo que traz seqüência à análise SWOT:



**Figura 4 – Desdobramento da análise SWOT**

**Fonte – Adaptado de Rozen (2005)**



## **2.2. Revisão teórica em finanças corporativas**

De acordo com Vernimmen (2002) finanças corporativas é a área da finança relacionada com as decisões que a empresa toma e as ferramentas e análises que suportam essas decisões. O objetivo principal das finanças corporativas é a maximizar do valor da empresa e ao mesmo tempo reduzir o risco a ela associado.

É importante destacar que essas decisões podem ser tanto em longo prazo como em curto prazo. Decisões relacionadas ao investimento de capital podem ser classificadas como longo prazo e englobam questões relacionadas aos projetos a serem investidos, ao modo de financiamento destinado a um investimento e à quantia de dividendos será destinada aos acionistas. Em contrapartida, decisões relacionadas à gestão do capital de giro são classificadas como curto prazo e tratam de questões relacionadas à gestão do fluxo de caixa, inventários e empréstimos em curto prazo.

No caso de uma operação de LBO estaremos tratando dos dois tipos de decisões uma vez que a equipe dirigente deve promover melhorias de diversos aspectos na empresa, tanto no que diz respeito aos investimentos externos como às melhorias internas da empresa.

### ***2.2.1. Decisões de Investimento de Capital***

As decisões de investimento de capital são em longo prazo relacionadas com ativos fixos e estrutura de capital. Os dirigentes procuram maximizar o valor das corporações através de investimentos em projetos que apresentam uma rentabilidade positiva no que diz respeito ao valor presente líquido. Em paralelo a isso, esses projetos devem ser financiados de uma forma apropriada garantindo assim a maior rentabilidade para a empresa. Se esse tipo de investimento não existir, maximizar o valor do ativo pode significar o retorno em dinheiro para os acionistas. Dessa forma, as decisões relacionadas ao investimento de capital compreendem uma decisão de investimento, uma decisão de financiamento e uma decisão de repasse de dividendos.

No caso de um financiamento do tipo LBO, as decisões de investimento de capital podem ser analisadas a partir de duas óticas diferentes: a do fundo de investimento e da empresa alvo. No primeiro caso, o investidor analisa a compra da empresa e valoriza-a de acordo com os dividendos que podem ser retirados dela durante o período total do financiamento, a taxa de desconto correspondente a cada período e também o valor da empresa no final do financiamento. Essas decisões estão ligadas quanto à realização ou não da operação de LBO

No caso da empresa, as decisões são tomadas pelos dirigentes e estão relacionadas aos investimentos externos e internos à empresa e como eles podem aumentar o fluxo de caixa da mesma. Dessa forma, essas decisões são consideradas uma vez que a operação de LBO já aconteceu e elas visam a agregação de valor à empresa financiada pela operação. Nesse trabalho analisaremos algumas decisões que os dirigentes tomam, os seus resultados e as suas influências no resultado final.

#### **2.2.1.1. Decisão de investimento**

Os dirigentes devem alocar uma quantidade limitada de recursos entre oportunidades interessantes. Para tomar esse tipo de decisão, os dirigentes necessitam de uma análise que estime o valor de cada oportunidade ou projeto em função do tamanho, das datas e da possibilidade de prever o fluxo de caixa futuro.

De acordo com Damodaran (2002), o valor de qualquer projeto, ou investimento, pode ser estimado através de três fatores: a quantidade de fluxo de caixa gerada pelo projeto, o período que esses fluxos de caixa ocorrem e o nível de incerteza que eles ocorrem. Dessa forma, o melhor método para calcular o valor do investimento é através da avaliação do fluxo de caixa descontado. Para tal, é necessário estimar a quantia e o período de todos os fluxos de caixa incrementais resultantes do investimento. Em seguida, esses fluxos de caixa futuros são descontados para determinar os seus valores presentes. A soma desses valores resulta no valor total presente do investimento.

É importante destacarmos que esse cálculo de valor presente é altamente influenciado pela taxa de desconto que é determinada em função do risco do investimento, tipicamente medido pela volatilidade dos fluxos de caixa. Então, determinar a taxa de desconto correta é crítico para garantir a tomada de decisão correta por parte dos investidores. Geralmente os dirigentes utilizam o custo médio ponderado de capital (WACC – que considera o custo dos diferentes componentes de financiamento utilizados pela empresa, ponderados por sua estrutura de capital alvo) como taxa de desconto no cálculo do valor presente ponderado.

A partir do modelo apresentado acima, podemos calcular o valor presente de um dado investimento a partir da seguinte equação:

$$\text{Valor da empresa} = \sum_{i=1}^{i=n} \frac{FCL_i}{(1 + WACC)^i}$$

**Equação 1 – Fluxo de caixa descontado para o valor da empresa**

No qual:

$FCL_i$  = Fluxo de caixa livre no período  $i$

WACC = Custo médio ponderado do capital

### **2.2.1.2. Decisão de financiamento**

Para garantir o sucesso do investimento, os dirigentes da corporação devem saber escolher o método de financiamento ideal. Assim como explicado acima, uma vez que o investimento depende diretamente do fluxo de caixa futuro e da taxa de desconto associada, o investimento em si será afetado pela forma que o mesmo é financiado. Dessa forma, os dirigentes devem identificar a combinação ótima de financiamento garantindo que o retorno da estrutura de capital seja máximo.

Geralmente, as formas de financiamento apresentam uma combinação de capital próprio e dívida. O financiamento de um investimento através da dívida resulta em um

passivo que deve ser pago causando um impacto direto no fluxo de caixa independente do sucesso do investimento aumentando assim o risco sobre o mesmo. O financiamento através do capital próprio é menos arriscado no que diz respeito ao fluxo de caixa da empresa, porém resulta em uma diluição de propriedade e ganhos. O custo do capital próprio é maior que o custo da dívida, ou seja, um financiamento através de capital próprio pode resultar em um aumento na taxa de desconto impactando diretamente o risco do investimento.

Dado os impactos relacionados ao tipo de financiamento, os dirigentes devem saber equilibrar essa combinação de financiamentos diferentes com o ativo que está sendo financiado, tanto em termos de fluxo de caixa como de período de remuneração.

### **2.2.1.3. Decisão de repasse de dividendos**

O dividendo é calculado baseado em um lucro inapropriado da corporação e dos prospectos para os próximos anos. Caso não existam oportunidades cujas taxas de retorno excedem o custo de oportunidade da corporação, os dirigentes devem retornar aos acionistas o excesso de caixa gerado. Esse dinheiro pode ser repassado aos acionistas somente se todas as despesas e serviços estejam pagos.

Os dirigentes devem também decidir quanto à forma que esse repasse deve ser feito seja na forma de dividendos ou resgate de ações. Existem diversas considerações, por exemplo, a companhia pode eleger reter o lucro para reinvestir nela mesmo, ou realizar um resgate das ações com o objetivo de aumentar o valor das mesmas. É importante destacar que em um investimento como o LBO, o repasse de dividendos é a forma de retorno dos investidores, ou seja, o tipo de investidor influencia diretamente na forma de gestão dos dividendos.

### 2.2.2. *Gerenciamento do Capital de Giro*

As decisões relacionadas ao capital de giro são um tipo de financiamento em curto prazo. O gerenciamento do capital de giro diz respeito à relação entre o ativo circulante, o passivo circulante e as dívidas de curto prazo. O objetivo do gerenciamento do capital de giro é assegurar que a corporação está apta a continuar as suas atividades e tem um caixa suficientemente grande para atender tanto as dívidas de curto prazo como as despesas operacionais.

No caso de um financiamento do tipo LBO, o gerenciamento do capital de giro é de extrema importância para o sucesso da operação uma vez que um dos objetivos principais desse tipo de operação é a otimização das operações da empresa, assegurando ao mesmo tempo o aumento da receita total e a redução dos custos da empresa alvo. Podemos destacar quatro pontos que são exaustivamente abordados pelos dirigentes:

- **Gerenciamento de caixa:** Busca identificar um equilíbrio de caixa para o negócio, ou seja, atender todas as despesas diárias e ao mesmo tempo reduzir o custo de detenção do dinheiro;
- **Gerenciamento de inventário:** Busca identificar o nível de inventário que permite uma atividade ininterrupta, mas que permite a redução no investimento em matérias-primas melhorando assim o fluxo de caixa;
- **Gerenciamento de crédito:** Busca identificar uma forma apropriada de atrair mais clientes de forma que o impacto no fluxo de caixa possa ser compensado pelo aumento da receita;
- **Gerenciamento de financiamentos em curto prazo:** Busca identificar a fonte de financiamento ideal para garantir o inventário dado o ciclo de conversão de dinheiro (idealmente deve ser garantido pelo fornecedor).

### **2.2.3. Conceitos básicos de contabilidade**

Muitos das informações utilizadas para realizar as análises financeiras de empresas propostas provêm dos demonstrativos financeiros e por isso é de extrema importância conhecer melhor a fonte dessas informações. Nesse trabalho utilizaremos três fontes diferentes de informações: (i) o balanço patrimonial, que detalha o ativo e o passivo da empresa, (ii) o demonstrativo de resultado, que destaca as receitas e despesas da empresa e (iii) o demonstrativo de fluxo de caixa, que explicita as fontes e usos do dinheiro.

Esses demonstrativos são fornecidos pela empresa alvo para que os investidores conheçam a fundo a situação financeira da empresa e assim possam realizar uma avaliação precisa da mesma. Além dessas informações, os investidores têm acesso às notas explicativas que fornecem informações adicionais em relação aos demonstrativos permitindo assim a sua completa compreensão.

No caso de um investimento do tipo LBO, essas informações, acompanhadas das ferramentas acima descritas permitem uma melhor avaliação da empresa permitindo assim que os investidores criem modelos financeiros que simulam como a empresa responderia ao peso da dívida que deve ser implantada. Além dessas análises, os investidores promovem análises de sensibilidade para simular a reação da empresa no caso de uma retração do mercado. Essas ferramentas são de extrema importância no intuito de reduzir o risco desse tipo de investimento.

#### **2.2.3.1. Balanço Patrimonial**

O balanço patrimonial é uma lista de todos os ativos de uma empresa e todos os recursos financeiros em uma determinada data. O balanço pode ser dividido em duas partes fundamentais: o Ativo e o Passivo.

Abaixo temos um esquema de como é apresentado o balanço patrimonial de uma empresa:

ATIVO	PASSIVO
<b>ATIVO CIRCULANTE</b> Direitos realizáveis a curto prazo Caixa Estoques Cliente	<b>PASSIVO CIRCULANTE</b> Obrigações da empresa
<b>ATIVO PERMANENTE</b> Investimentos Imobilizado Diferido	<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b> Capital Social Reservas de capital Reservas de reavaliações Reservas de lucros Lucros ou prejuízos acumulados

**Figura 5 – O Balanço Patrimonial**

**Fonte – Vernimmen (2002)**

### Ativo

De acordo com a *International Accounting Standard Board*, o ativo pode ser classificado como tudo que uma empresa ou pessoa possui que pode ser convertido em dinheiro. Uma vez que esse grupo inclui também coisas intangíveis como, por exemplo, ações, marcas, patentes, etc., que não possuem um valor claro, ativo pode ser classificado também como um benefício econômico provável futuro obtido ou controlado por uma empresa ou pessoa como resultado de uma transação anterior ou evento.

Vernimmen (2002) explica que essa parcela do balanço patrimonial pode ser segmentada da seguinte forma:

- **Ativo permanente:** Tudo que é necessário para o ciclo operacional da empresa que não é destruído durante esse processo. Esses itens retêm algum valor e qualquer perda deve ser identificada através de uma depreciação, amortização e perdas. Uma distinção pode ser feita dentro dessa categoria entre ativos permanentes tangíveis (terrenos, prédios, maquinário, etc.), ativos permanentes intangíveis (marcas, patentes, ações, etc.) e investimentos;
- **Ativo circulante:** Tudo que tende a “circular” durante o ciclo operacional da empresa, como por exemplo, inventários, cliente, direitos realizáveis em curto prazo, caixa, etc..

## **Passivo**

Os recursos que uma empresa utiliza para realizar a sua atividade, geralmente são obtidos através de endividamento. O Passivo representa todas as obrigações que a empresa tem com os seus credores, sejam eles acionistas ou simples investidores. Vernimmen (2002) explica que o passivo pode ser dividido em duas partes fundamentais baseadas no nível de obrigações que a empresa tem com a fonte provedora do recurso:

- **Passivo:** Representa todos os tipos de obrigações que a empresa tem com os seus credores. Essa fração do ativo pode ser subdividida em duas partes: passivo exigível em longo prazo (que representa as obrigações da empresa vencíveis em um prazo superior ao exercício seguinte) e passivo circulante (que representa as obrigações da empresa vencíveis em um prazo inferior ao exercício seguinte);
- **Patrimônio Líquido:** Representa o valor líquido da empresa que iguala os ativos que a empresa possui menos as obrigações que a mesma tem com os seus credores. Também pode ser definido como o direito que os investidores têm em relação aos recursos da empresa.

Para a análise de um investimento do tipo LBO, o balanço patrimonial é de extrema importância por diversos fatores. No que diz respeito ao ativo, esse pode ser classificado como uma garantia para o investidor em caso de insucesso da operação uma vez que eles podem servir como forma de pagamento da dívida adquirida. No que diz respeito ao passivo, a operação de LBO simplifica essa parcela onde o passivo se resume à dívida contraída (capital fornecido pelos bancos financiadores) aparecendo na forma de passivo em longo prazo e o capital próprio fornecido pelos investidores completa o passivo na forma de patrimônio líquido.

Um fato muito importante a ser destacado durante uma operação de LBO é que as dívidas contraídas são tão grandes que não é esperado que a empresa seja capaz de reembolsá-las completamente. Na visão dos investidores, pagar essa dívida representa aumentar a sua parcela de capital próprio, reduzindo assim o seu retorno sobre o capital. Dessa forma, com o passar do tempo, as dívidas são pagas necessitando assim de uma saída que pode ser a venda



da empresa, a realização de uma nova operação de LBO ou a recapitalização (essas saídas serão mais bem explicadas na seção relativa ao LBO).

### **2.2.3.2. Demonstrativo de Resultado**

O demonstrativo de resultado é uma forma das empresas indicarem como a receita (dinheiro recebido pela venda de produtos e serviços antes da dedução das despesas) é transformada em lucro (ou prejuízo) líquido (o resultado final uma vez que a receita e as despesas foram contabilizadas). O propósito desse demonstrativo é mostrar aos dirigentes e investidores como a empresa ganhou (ou perdeu) dinheiro durante o período analisado.

É importante ressaltar que o demonstrativo de resultado representa o resultado em um determinado período de tempo, fato contrastante ao balanço patrimonial que representa um instante no tempo. No item anterior foram apresentadas duas formas de financiamento da empresa, uma através das dívidas adquiridas e outra através do patrimônio líquido. Essa é outro recurso possível de financiamento, ou melhor, autofinanciamento onde o lucro pode ser reinvestido na própria empresa geradora.

Abaixo temos um esquema de como é apresentado o demonstrativo de resultado e quais os itens nele presentes:

DEMONSTRATIVO DE RESULTADO DO EXERCÍCIO
<b>Receita bruta das vendas e serviços</b>
(-) Devoluções
(-) Abatimentos
(-) Impostos
<b>(=) Receita líquida das vendas e serviços</b>
(-) Custo das mercadorias e serviços vendidos
<b>(=) Lucro bruto</b>
(-) Despesas com vendas
(-) Despesas gerais e administrativas
(-) Despesas financeiras
(+) Receitas financeiras
(-) Outras despesas operacionais
(+) Outras receitas operacionais
<b>(=) Lucro ou prejuízo operacional (EBIT)</b>
(-) Despesas não-operacionais
(+) Receitas não-operacionais
<b>(=) Resultado do exercício antes do imposto de renda e contribuição social</b>
(-) Imposto de renda e contribuição social
(-) Participação de debêntures
(-) Participação de empregados
(-) Participação de administradores e partes beneficiárias
(-) Contribuições para instituições ou fundo de assistência ou previdência de empregados
<b>(=) Lucro ou prejuízo líquido do exercício</b>

**Figura 6 – Demonstrativo de resultado do exercício**

Fonte – Vernimmen (2002)

### 2.2.3.3. Demonstrativo de Fluxo de Caixa

Para recapitular, o balanço patrimonial é uma simples fotografia dos recursos e obrigações da empresa em um instante no tempo, e o demonstrativo de resultado é um resumo das transações financeiras da empresa em um determinado período. Esses dois demonstrativos financeiros basicamente servem para combinar as receitas com as despesas associadas, e com o que gera essas receitas e despesas. No entanto a partir desses demonstrativos não temos informações relacionadas à fonte presente e o caixa gerado durante as operações.

O demonstrativo de fluxo de caixa apresenta um resumo de todas as entradas e saídas de caixa durante um período excluindo transações que não afetam diretamente recebimento ou pagamento de caixa. De acordo com Vernimmen (2002), esse tipo de

demonstrativo financeiro é baseado unicamente em transações relacionadas ao caixa em três tipos de atividades financeiras:

- **Caixa proveniente de atividades operacionais:** Representa todos os efeitos do caixa e transações envolvidas no cálculo do lucro líquido;
- **Caixa proveniente de atividades de investimento:** Representa todas as atividades não operacionais ou atividades fora do escopo normal do negócio. Geralmente envolve itens classificados como Ativos no Balanço Patrimonial, como por exemplo, compra e venda de equipamentos e investimentos;
- **Caixa proveniente de atividades de financiamento:** Representa os itens classificados como Passivos no Balanço Patrimonial, como por exemplo, pagamento de dividendos, de dívidas ou de ações.

O demonstrativo de fluxo de caixa tem como objetivo:

- Apresentar informações na liquidez (ou solubilidade) da empresa e sua habilidade de mudar o fluxo de caixa em circunstâncias futuras;
- Apresentar informações para valorizar mudanças no Ativo, no Passivo e no Patrimônio Líquido;
- Melhorar a possibilidade de comparar os desempenhos operacionais de diferentes empresas eliminando o efeito de diferentes métodos contábeis;
- Indicar a quantia, tempo e probabilidade de fluxos de caixa futuros melhorando assim a previsão da disponibilidade de caixa.

No caso de uma operação do tipo LBO, esse demonstrativo é crucial para a análise do investimento uma vez que a dívida adquirida tem um grande impacto sobre o caixa da empresa. Dessa forma, para garantir o sucesso da operação, os dirigentes devem prever o fluxo de caixa da empresa considerando os juros relativos às dívidas. Caso a empresa não consiga garantir o fluxo de caixa positivo, uma nova dívida deve ser contraída para garantir que empresa respeite as suas obrigações.

### 2.3. Revisão teórica em alavancagem (financiamento LBO)

Segundo Vernimmen (2002), Leveraged Buy Outs são uma forma de aquisição corporativa onde o capital próprio é reduzido sendo substituído por dívidas, aumentando assim a alavancagem financeira da empresa. Os LBO fazem parte de uma das atividades conduzidas pelos fundos de capital próprio (*Private Equity*). O *Private Equity* pode ser definido como uma forma de financiamento de médio em longo prazo de empresas de capital fechado. Este mercado se tornou uma fonte muito importante de financiamento para países em vias de desenvolvimento.

Para os investidores, o *Private Equity* é uma classe de ativos definida por rendimentos potencialmente elevados e compostos de uma carteira diversificada. Em um nível macro-econômico, o *Private Equity* permite ao investidor de redirecionar o capital em projetos e empresas viáveis e também de financiar novas tecnologias dando suporte ao emprego das mesmas e ao crescimento econômico. As necessidades específicas de um alvo do *Private Equity* dependem essencialmente ao seu ciclo de desenvolvimento criando assim tipos de fundos distintos:

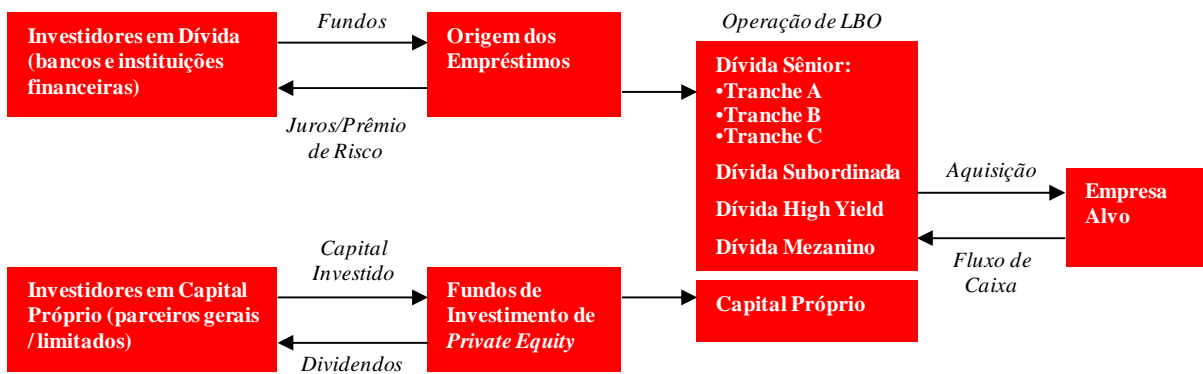
- **Fundos de Venture Capital (VC):** Esses fundos trazem modos de financiamento a empresas em uma fase inicial ou de desenvolvimento de suas atividades. Dessa forma, os VCs se concentram essencialmente em empresas em setores de alta tecnologia ou em plena fase de crescimento. Esses fundos, por estarem muito expostos ao risco, têm um acesso limitado ao mercado de dívidas;
- **Fundos de Leveraged Buyouts (LBO):** Em oposição ao VC, os fundos LBO se concentram na aquisição financiada parcialmente pela dívida de empresas que já atingiram certa maturidade. Existem diversas razões para a realização de uma operação de LBO: o financiamento do crescimento econômico da empresa, das consolidações, das reorganizações seguidas da venda de ativos não estratégicos, etc.

O financiamento através de alavancagem acelerou nos últimos anos graças à emissão de produtos estruturados complexos a baixo custo em paralelo aos interesses crescentes dos investidores e das instituições financeiras atraídos pelos altos rendimentos oferecidos por este mercado. Este crescimento que foi fortemente freado a partir da metade de 2007 devido à crise do *subprime* que resultou numa redução considerável da liquidez e obrigou os bancos a rever a sua posição e reconsiderar as suas condições de crédito.

### ***2.3.1. O modelo econômico do LBO do ponto de vista do investidor***

A aquisição de uma sociedade financiada por LBO se compõe de uma parte de dívida, com capital fornecido pelos bancos e instituições financeiras, e uma parte de capital próprio fornecido principalmente pelos fundos de investimento em *Private Equity*.

O LBO pode ser definido como uma operação de aquisição, amigável ou hostil, de uma empresa na qual uma quantidade elevada de fundos emprestados são utilizados para realizar a compra de uma empresa alvo. Os ativos da empresa alvo são usados como garantia do empréstimo, por isso as empresas alvo ideais são aquelas (i) que geram um fluxo de caixa grande e recorrente capaz de cobrir os juros da dívida e (ii) que têm uma quantidade grande de ativos que possam ser facilmente utilizados como garantia. A dívida adquirida aparece no balanço da empresa alvo e o fluxo de caixa é direcionado para a sociedade holding com a finalidade de reembolsar a dívida de aquisição. Em conclusão, o LBO permite aos fundos de investimentos em *Private Equity* de realizar aquisições de tamanho grande permitindo a minimização do investimento em capital próprio da parte dos fundos. O modelo econômico de uma operação de LBO com atores limitados está apresentado em um formato simplificado abaixo:



**Figura 7 – Organização de uma montagem financeira de LBO**

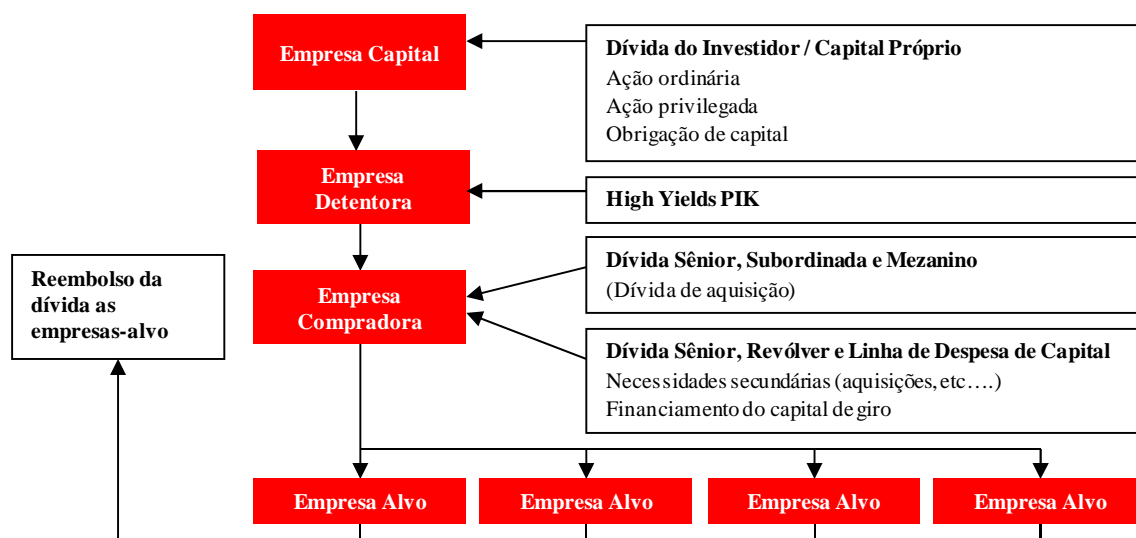
Fonte- ECB/BSC (2007)

O capital empregado (Committed Equity) é arrecadado através de diversos investidores e será investido pelos parceiros gerais (general partners) em um período pré-definido. Os fundos de *Private Equity* investem normalmente em ativos pouco líquidos em um período de curto em médio prazo de dois a cinco anos. No entanto, dado as últimas evoluções do mercado, a nova tendência do mercado de LBO é de redução do período de detenção onde, em média, um terço do investimento em LBO é revendido no final de três anos aumentando assim o retorno sobre o capital investido (TIR).

O capital investido em um fundo de LBO é investido em longo prazo, os investimentos são destinados a ficar no fundo por toda a vida do mesmo até o momento que todas as suas partes tenham sido revendidas. Quando o fundo de *Private Equity* atinge a sua maturidade, ele deve liquidar os seus investimentos a um preço maior possível a fim de maximizar o retorno sobre o capital investido de seus colaboradores. Em suma, o fato de que muitos dos retornos sobre os diversos investimentos do fundo só possam ser distribuídos no final de cada investimento, a estratégia de saída é crucial para os investidores uma vez que a revenda das participações determinará diretamente o rendimento deste investimento. As estratégias utilizadas dependem de um grande número de aspectos indo desde as características próprias da sociedade possuída até elementos externos como as condições de mercado ligadas ao ambiente macro-econômico. As quatro saídas possíveis para um investimento em LBO são:

- **Introdução em bolsa (IPO):** Permite ao investidor resgatar o seu investimento. A abertura de capital é uma saída interessante para uma sociedade rentável com boas perspectivas de crescimento. A empresa financia o seu próprio crescimento graças ao mercado financeiro. Essa operação só é realizável se as condições do mercado forem todas atendidas e assim permitir que a sociedade tenha uma valorização favorável;
- **Trade sales (venda a um ator industrial):** Essa saída permite geralmente ao fundo obter um preço melhor de venda na medida que as sinergias potenciais são valorizadas e assim consideradas no preço final. O ator industrial está preparado a pagar um preço maior uma vez que a aquisição está inserida dentro de um plano estratégico, e assim essa saída é freqüentemente aquela que trás um retorno maior para o vendedor. Ao mesmo tempo, essa venda garante à empresa um desenvolvimento futuro por estar inserida dentro de uma lógica industrial e garante a perenidade da mesma;
- **Os LBO secundários, terciários, quaternários:** Essa saída consiste em substituir os acionistas financeiros de origem por novos investidores financeiros graças a uma nova operação de LBO. A dívida LBO existente é refinanciada no momento do novo LBO. Entretanto, esta solução só é interessante ao novo fundo de *Private Equity* no caso da empresa (i) ser muito geradora de fluxo de caixa, (ii) apresentar uma possibilidade de futuro ganho de produtividade ou (iii) beneficiar de boas perspectivas de crescimento em um mercado crescente. É importante destacar que a primeira operação de LBO permite, freqüentemente, a introdução de uma gestão mais sana na empresa alvo além de outras melhorias, oferecendo assim condições menos arriscadas, porém menos remuneradoras aos novos investidores. Em suma, o crescimento da taxa de rentabilidade não é infinito, então a multiplicação de uma operação de LBO limita o ganho financeiro para o acionista.
- **A recapitalização:** Essa saída é possível quando a empresa foi capaz de ter um desempenho melhor que o esperado em seu plano de negócios e conseguiu, graças ao fluxo de caixa maior que esperado, reembolsar uma boa parte de sua dívida. Com esse reembolso da dívida, a relação Capital Próprio / Dívida não é mais ótima, cabendo ao acionista negociar uma nova estrutura de dívida com termos e condições diferentes para maximizar assim o seu TRI.

Os projetos de financiamento de dívidas LBO são específicos à transação e implicam diferentes níveis de senioridade. Nós obtemos então um esquema de quatro estágios: (i) a dívida sênior, que beneficia de garantias específicas e será reembolsada com prioridade, (ii) a dívida subordinada (ou júnior), que o reembolso vem depois da dívida sênior, (iii) a dívida mezanino, que é subordinada ao reembolso das duas dívidas anteriores, e por último (iv) o capital próprio. O rendimento esperado pelos financiadores depende principalmente de seu nível de senioridade dentro da estrutura de financiamento criada. Na figura abaixo, podemos ver como é uma estrutura clássica de financiamento LBO:



**Figura 8 – Estrutura clássica de uma montagem de LBO**

Fonte – ECB/BSC (2007)

### 2.3.2. Tipos de produtos

As dívidas são reembolsadas respeitando sempre uma ordem de senioridade que define o risco associado à dívida. É importante destacar que dado o risco crescente da dívida de acordo com a sua subordinação, a rentabilidade esperada aumenta na mesma proporção equilibrando assim a estrutura de dívidas como explicado na tabela abaixo:



Tipo de Produto	Margem (bps)	Maturidade	Rendimento / Risco
Dívida Sênior	225 - 375	7, 8 e 9 anos	Segurança
Dívida Subordinada	325 - 500	9,5 anos	Prioridade
Mezanino / High Yield	650 - 1100	10 anos	Cláusula de Contrôlo / Limites
PIK	1100 - 1300	10,5 anos	Rendimento Absoluto
Capital Próprio	-	-	Restrições Operacionais

Tabela 2 – Tipos de produtos de uma estrutura de financiamento de LBO

Fonte – ECB/BSC (2007)

### A dívida sênior

Essa dívida é majoritária e, do ponto de vista do financiador, a fonte de financiamento mais econômica uma vez que ela é garantida pelos ativos e ações da empresa. Normalmente ela representa um total de 3 a 4 vezes o EBITDA\* da empresa alvo. Dentro dessa mesma dívida, encontramos diversas fatias de dívida que respeitam também uma ordem de subordinação e, por consequência, de risco e rendimento:

- **Fatia A:** É a fatia de dívida menos arriscada, tradicionalmente caracterizada por uma tabela de reembolso amortizável (não obrigatoriamente linear) com uma maturidade de sete anos;
- **Fatia B:** É a fatia de dívida seguinte na ordem de risco, porém que é reembolsada somente no momento de sua maturidade que acontece em oito anos. Esse tipo de dívida permite ao investidor aumentar o nível de endividamento da empresa sem criar uma pressão muito grande no fluxo de caixa da empresa uma vez que não há reembolso periódico.
- **Fatia C:** Essa fatia apresenta características similares à fatia B, porém por ser subordinada a esta e apresentar uma maturidade de nove anos, exigem um rendimento maior.
- **Crédito Revólver (Revolving Credit):** Esse tipo de dívida tem a finalidade de financiar a necessidade de capital de giro da empresa e tem uma maturidade de sete anos.
- **Linha de Despesa de Capital (Capital Expenditure):** Esse tipo de dívida permite à empresa financiar as aquisições futuras. Ela apresenta um perfil

particular onde a empresa tem três anos onde a dívida fica disponível e que deve ser reembolsada nos quatro anos seguintes.

### **A dívida Subordinada (ou júnior)**

A característica básica desse tipo de dívida é que ela é subordinada à dívida sênior, ou seja, ela será reembolsada somente após a primeira atingindo a sua maturidade em nove anos e meio. Dessa forma podemos destacar que o risco é maior e conseqüentemente a rentabilidade também.

Durante os últimos anos, muitas novas fatias de dívida apareceram na estrutura do LBO como, por exemplo, a dívida do tipo *second lien* (“segunda ligação”), dada as pressões crescentes dos fundos de *Private Equity* que buscavam produtos estruturados mais atrativos. No entanto, seguinte a crise do *subprime*, esse tipo de dívida ficou muito pouco atrativa por ser extremamente agressiva e praticamente desapareceu em 2008 das estruturas propostas de LBO. No que diz respeito aos termos e condições, a *second lien* é um produto híbrido ente a dívida sênior e a dívida mezanino. O perfil de reembolso é similar às fatias B e C da dívida sênior, porém como explicado acima, ela está exposta a um risco maior dada a sua subordinação.

### **As dívidas High Yield e Mezanino**

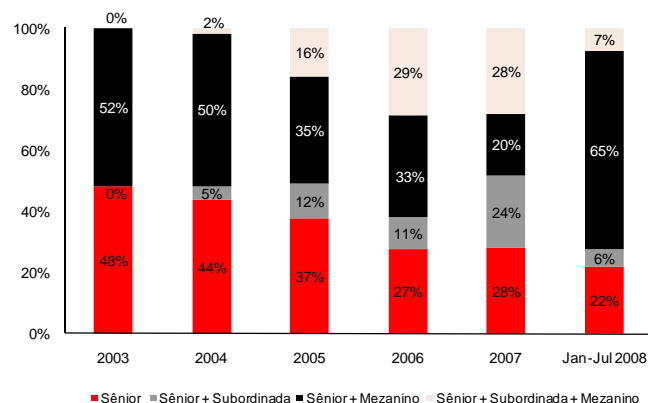
A dívida do tipo high yield (alta rentabilidade) é um instrumento financeiro utilizado em LBO de grande porte. Por oferecer uma liquidez suficientemente grande aos investidores, o tamanho mínimo de emissão desse tipo de dívida é de EUR 100m. Esse tipo de financiamento tem como vantagem o reembolso somente na maturidade da dívida. Ele respeita também a ordem de subordinação das dívidas, ou seja, seu reembolso só será garantido após o reembolso da dívida sênior e da dívida júnior. Dessa forma, o risco e a rentabilidade associados ao *high yield* são muito altos.

Sendo subordinada ao mesmo tempo à dívida sênior, júnior e high yield, a dívida mezanino é a mais cara de todas dado o risco muito elevado contido nesse instrumento. Os investidores exigem não só uma rentabilidade elevada mais também um direito de palavra na gestão da empresa alvo, sendo representados no conselho de administração da mesma. A

rentabilidade obtida nesse tipo de financiamento toma duas formas distintas: uma taxa de juro relativamente baixa e uma participação no resultado da empresa. Assim, o financiamento do tipo mezanino é um intermediário entre o financiamento por capital próprio e o financiamento por dívida permitindo um endividamento superior e mais longo do qual uma parte toa a forma de uma diluição potencial dado que os investidores beneficiam-se normalmente de uma opção de compra preferencial de ações da empresa. Normalmente, esses dois tipos de financiamento representam um total de uma a uma e meia vezes o EBITDA da empresa alvo.

Após analisarmos os diferentes instrumentos de dívida existentes, podemos destacar que eles permitem à empresa alvo uma maior flexibilidade no seu programa de amortização da dívida, facilitando assim a criação de estruturas de dívidas mais favoráveis e sanas. Dessa forma podemos obter uma taxa de alavancagem muito maior se comparada à taxa bancária ordinária. A estrutura de dívida ideal depende geralmente do tamanho da transação e de características importantes da empresa como, por exemplo, EBITDA, fluxo de caixa, quantidade de ativos, etc.

Na figura a seguir podemos apreciar a evolução da estrutura de financiamento empregada no período de 2003 até julho de 2008 no continente europeu. É importante destacar que essa estrutura mudou muito nos últimos anos dada a realidade econômica. Podemos destacar que a dívida second lien (que é do tipo subordinada) que foi criada em 2004 quando o mercado da dívida apresentava um cenário extremamente otimista praticamente sumiu em 2007:



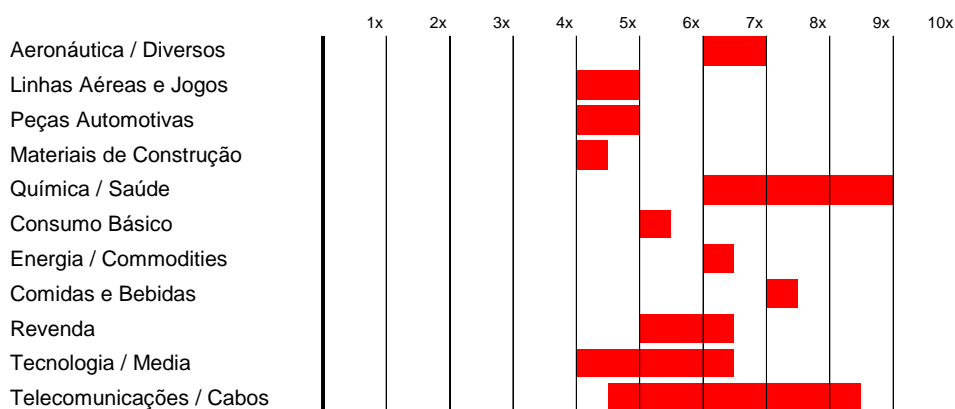
**Gráfico 3 – Repartição das estruturas de financiamento de LBO**

Fonte – Standard & Poor`s LCD

### 2.3.3. Características das empresas alvo

Certas empresas têm um perfil de fluxo de caixa que as permite suportar uma estrutura de dívidas mais agressiva, em outras palavras, um serviço de dívidas maior. Empresas que tenham receitas de natureza voláteis ou que necessitam de muito investimento não são recomendadas para adotar estas montagens de dívida.

Podemos ver no gráfico seguinte o múltiplo de fluxo de caixa médio por setor. Esse múltiplo é calculado a partir da divisão entre a dívida contraída pela empresa e o seu EBITDA. É importante destacar que muitos setores requerem um investimento extremamente elevado e por isso, ficam menos atrativos do ponto de vista do investidor em LBO:



**Gráfico 4 – Múltiplos de fluxo de caixa (Dívida Total / EBITDA) por setor**

Fonte – Standard & Poor`s LCD

Como vimos anteriormente na parte de teoria estratégica, uma análise muito importante deve ser feita em relação à empresa e o seu contexto. Dessa forma, a análise das cinco forças de Porter (1991) e a análise SWOT é extremamente relevante para o investidor em *Private Equity* dado que a empresa alvo tem que respeitar os seguintes critérios:

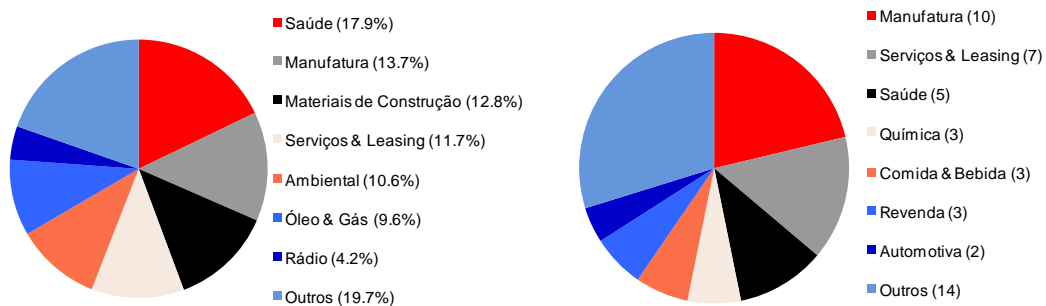
- Gerar um fluxo de caixa suficientemente grande e estável no tempo de modo a suportar o fluxo da dívida contratada da empresa holding;
- Já ter alcançado um nível de maturidade aceitável;
- Apresentar um risco industrial limitado;

- Possuir ativos numerosos e facilmente cessíveis de modo a garantir a dívida contraída.

Da mesma forma que a empresa deve apresentar certas características satisfatórias, o contexto no qual ela está inserida também deve respeitar certos critérios. A empresa deve atuar em um mercado:

- Maduro;
- Pouco influenciado pela conjuntura econômica;
- Protegido por fortes barreiras para novos competidores;
- Exposto a um risco limitado de substituição.

É importante destacar que essas características são necessárias para reduzir o risco ligado à empresa, porém elas não limitam a possibilidade ou não de uma operação do tipo LBO. Nas figuras seguintes podemos observar quais setores são alvos mais comuns para a implementação de um financiamento do tipo LBO por apresentarem condições mais favoráveis:



**Gráfico 5 – Diversidade de LBO por setor em função do volume e do número de negócios de Janeiro a Julho de 2007**

**Fonte – Standard & Poor's LCD**

### 2.3.4. Apresentação teórica do efeito de alavancagem

Segundo o relatório divulgado pelo Banco Central Europeu (ECB 2007) o efeito de alavancagem modifica profundamente a relação do risco associada ao investimento do capital. Ao definir o nível de dívida, o fundo de investimento realiza uma arbitragem e decide o nível de risco ao qual os investidores estão expostos. O efeito de alavancagem aqui evocado assume quatro formas diferentes. É importante então explicitar como as empresas podem se beneficiar dessa vantagem.

#### Alavancagem financeira

A primeira e mais óbvia de todas é a alavancagem financeira que se apóia sobre o diferencial entre o rendimento econômico da empresa e a taxa de juros proveniente da dívida contraída na operação de LBO. Ao mesmo tempo em que a dívida aumenta a rentabilidade do capital próprio empregado, essa alavancagem aumenta mecanicamente o risco associado uma vez que a empresa está menos financiada pelos fundos próprios.

O efeito de alavancagem permite aumentar a rentabilidade do capital próprio em função da taxa de rentabilidade econômica da empresa e do custo da dívida da empresa como podemos verificar na figura seguinte:

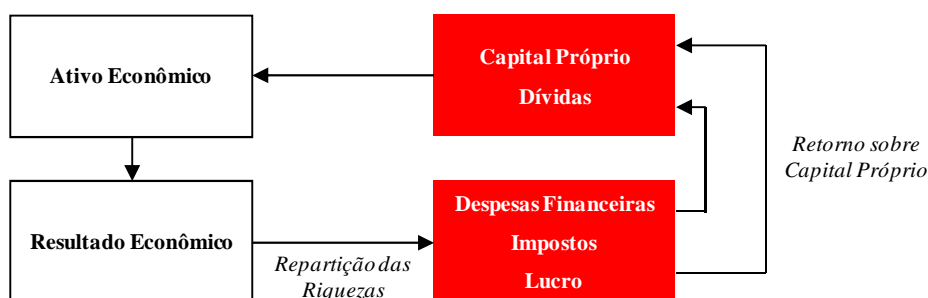


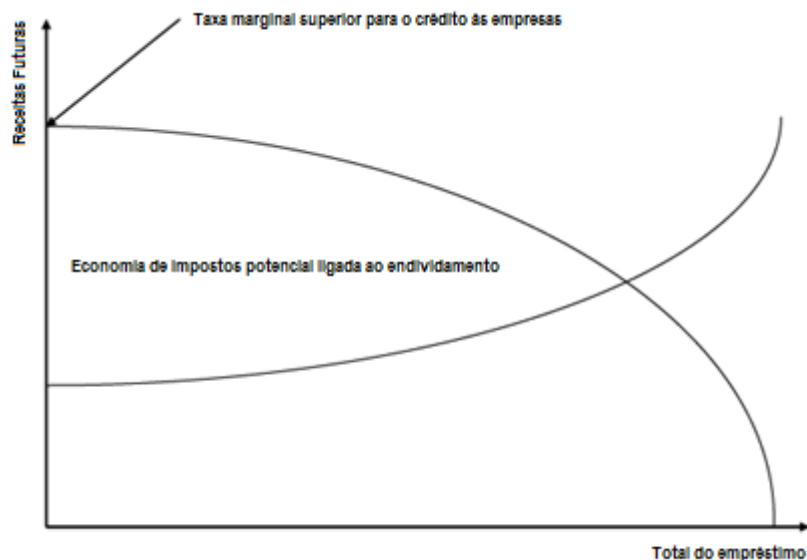
Figura 9 – Esquema demonstrativo do efeito de alavancagem financeira

Fonte – ECB/BSC (2007)

Uma parte do ativo econômico da empresa é financiada pelo capital próprio (investimento do fundo em *Private Equity*) e a outra parte pela dívida contraída junto aos investidores em dívida que tem um custo diferente. Essa duas formas de capital são

remunerados graças ao resultado da empresa que respeita a ordem de pagamento do caixa, ou seja, as dívidas devem ser pagas antes da remessa de dividendos.

O efeito de alavancagem ligado ao endividamento é o ganho de rentabilidade entre a rentabilidade financeira e a rentabilidade econômica. Ao aumentar a quantidade de dívida que possui um custo inferior, é possível aumentar a rentabilidade financeira da empresa com uma rentabilidade econômica fixa. No caso inverso, se o custo da dívida for superior à rentabilidade econômica, tem-se um caso de fracasso da operação de LBO obrigando assim os investidores de tomar uma das saídas explicadas na primeira parte (IPO, trade sales, LBO seguinte ou recapitalização). Esse efeito pode ser explicado pelo gráfico a seguir:



**Gráfico 6 – Benefícios ligados ao endividamento**

Fonte – ECB/BSC (2007)

Podemos também calcular o efeito de alavancagem que a dívida tem sobre a empresa a partir do seguinte raciocínio:

O resultado de exploração (RE) da empresa depende da rentabilidade ( $r$ ) do ativo total da empresa ( $A$ ):  $RE = r * A$

Se o ativo de uma empresa é igual ao seu passivo ( $P$ ) e o último é igual a soma do capital próprio ( $K$ ) e do total de dívidas da empresa ( $D$ ) temos:

$$(1) RE = r * A \rightarrow RE = r * P \rightarrow RE = r * (K + D)$$

Os custos financeiros (CF) da empresa podem ser calculados a partir da multiplicação dos juros da dívida (i) pelo total de dívida à qual a empresa está exposta (D). Temos então:

$$(2) CF = i * D$$

O resultado antes dos impostos (RAI) será a diferença entre o resultado de exploração da empresa (RE) e os custos financeiros da mesma (CF), ou seja, (3) = (1) – (2):

$$(3) RAI = RE - CF \rightarrow RAI = r * (K + D) - i * D \rightarrow RAI = r * K + (r - i) * D$$

A rentabilidade do capital empregado (RK) pode ser calculada a partir da divisão do resultado da empresa antes dos impostos (RAI) pelo capital empregado (K), ou seja, (4) = (3) / K:

$$(4) RK = \frac{RAI}{K} \rightarrow RK = \frac{r * K + (r - i) * D}{K} \rightarrow RK = r + \frac{(r - i) * D}{K}$$

Podemos então concluir que o efeito de alavancagem (EA) é igual à diferença entre a rentabilidade do capital empregado (RK) e a rentabilidade do ativo da empresa (r), ou seja, (5) = (4) – r:

$$(5) EA = RK - r \rightarrow EA = r + \frac{(r - i) * D}{K} - r \rightarrow EA = \frac{(r - i) * D}{K}$$

#### **Equação 2 – Efeito de alavancagem**

Analisando o resultado obtido, podemos destacar que se a empresa não utiliza o recurso da alavancagem, ou seja, não está endividada, a rentabilidade do capital é igual à rentabilidade do ativo (RK = r). Se a empresa utiliza esse recurso explicado acima e se a rentabilidade do ativo for maior que a taxa de juros relativa à dívida adquirida (r > i), a rentabilidade do capital empregado será aumentada da ordem de  $\frac{(r-i)*D}{K}$ .

Finalmente, podemos concluir que o efeito de alavancagem financeira se dá quando o recurso ao endividamento resulta em um aumento da rentabilidade do capital empregado.

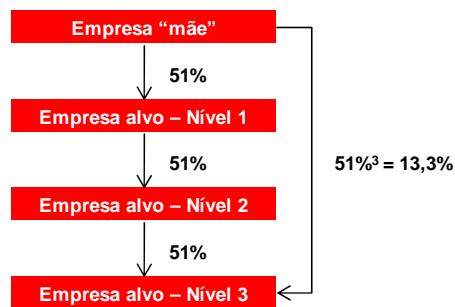


### Alavancagem fiscal

O segundo tipo de alavancagem é o fiscal. A sociedade holding, uma vez efetuada a compra utilizando a dívida como principal levantamento de fundos, pode pedir junto ao governo para ser inserida no regime de integração fiscal se a mesma detiver no mínimo 95% da sociedade alvo. Esse regime permitirá à empresa de diminuir sua fatia de impostos em um total igual aos juros da dívida existente. Em outras palavras, seria como se o Estado fosse responsável de pagar uma parte do reembolso da dívida de aquisição.

### Alavancagem jurídica

O terceiro tipo de alavancagem é o jurídico. Esse tipo de alavancagem é resultado da multiplicação da potência do controle do acionista majoritário pela implementação de uma sucessão de holdings do qual o mesmo será proprietário da maioria simples, ou seja, 51% da empresa alvo. Com a finalidade de reduzir a sua contribuição em capital próprio, a empresa “mãe” pode criar um holding em cascada. Na figura a seguir, podemos perceber como uma empresa “mãe” pode ser acionista majoritária de uma empresa sem precisar contribuir com 51% do valor total da empresa alvo:



**Figura 10 – Exemplo de uma sucessão de holdings**

Fonte – elaborado pelo autor

Podemos perceber de acordo com a figura acima que a empresa “mãe” só precisaria entrar com 13.3% do valor da empresa alvo para ser acionista majoritária se a mesma estivesse no terceiro nível da cascada.

### **Alavancagem social**

O quarto e último efeito de alavancagem é o social. Esse efeito explicita a importância do papel dos gestores em uma operação de LBO. De fato, a gestão é um dos fatores determinantes do sucesso ou fracasso de um LBO. É extremamente importante levar em conta uma valorização da equipe de gestores que conduzirão a empresa nesse novo contexto financeiro do LBO. Dessa forma, os investidores medirão o grau de implicação dos gestores e saberão se eles são capazes de gerenciar a empresa mesmo com os limites e dificuldades impostos ligados à operação de LBO.

As principais características da equipe de gestores residem em suas competências, suas contribuições e a sua motivação. É muito importante que a nova gerência tenha todos os pré-requisitos necessários para garantir o bom funcionamento da empresa. Por último, a equipe está associada à operação de LBO por fazer parte do capital do capital, tanto como acionários diretos ou como uma forma de motivação. Essa participação no capital da empresa motiva os gestores a agir em uma lógica de proprietários e não como simples empregados tirando assim uma vantagem maior nesse tipo de operação.

#### ***2.3.5. A evolução do mercado europeu do LBO***

Após termos analisado o funcionamento e a lógica por trás de uma operação de LBO, é muito importante analisarmos a evolução do mercado do LBO na Europa para conhecermos melhor o seu contexto e como ele foi afetado até o presente.

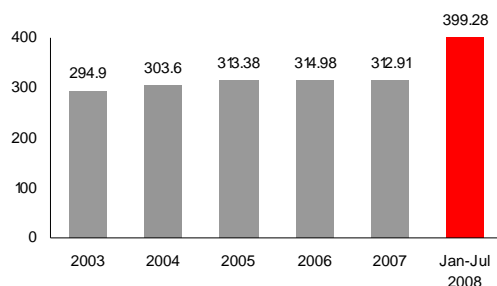
A partir de 2003, a combinação de um crescimento econômico robusto e uma taxa de inflação muito baixa favoreceu o desenvolvimento rápido do setor do *Private Equity*. Em paralelo, a inovação financeira se revelou um catalisador eficiente na criação de estruturas de levantamento de fundos cada vez mais complexas acompanhadas de uma alavancagem em dívidas cada vez maiores. A redução das margens e a concorrência entre os bancos permitiram um aumento significativo do nível de alavancagem favorecendo muito o crescimento do TIR dos investidores de *Private Equity*.

O mercado europeu do LBO atravessou uma fase de crescimento muito favorável que pode ser explicado por três pontos:

- **Uma liquidez mundial de grande amplitude e condições de crédito favoráveis:** Dado o baixo nível das taxas sem risco, os investidores, na procura de melhores rendimentos, se tornaram na direção dos fundos de investimentos em *Private Equity* mesmo com a baixa liquidez desse tipo de investimento. Ao mesmo tempo, a redução geral da volatilidade encorajou os investidores a aceitar um risco maior e conduziu igualmente novos atores a colocar os seus fundos em classes de ativos alternativos, como por exemplo, os *Hedge-Funds* e o *Private Equity*;
- **A inovação financeira:** O mercado do LBO revelou uma alta facilidade de acomodação de altos fluxos de fundos, mostrando uma grande flexibilidade em as estrutura de dívida para responder às expectativas dos diferentes investidores de acordo com as suas estratégias e suas aversões ao risco. A concorrência crescente impulsionou o desenvolvimento da inovação no mercado do LBO e essa inovação pode ser distinta pela capacidade do mercado de fornecer diferentes formas de dívida, de negociar essa dívida e de revender o risco de crédito. Todos esses fatores juntos, permitiram aos emissores de dívidas de difundir mais o risco dentro do mercado fato que permitiu a realização de transações recorde em termos de tamanho e nível de alavancagem suportado;
- **O desenvolvimento do mercado secundário:** Ao decorrer dos últimos anos, a aparição e o desenvolvimento do mercado secundário para as operações de LBO contribuíram muito no aumento da liquidez deste tipo de investimento. A especialização crescente dos fundos, em particular no que diz respeito às fases de reestruturação e de mudança de controle, desenvolveu o papel das vendas secundárias como estratégia de saída do investimento diminuindo assim o horizonte desse tipo de investimento. Dessa forma, o desenvolvimento do mercado secundário permitiu o crescimento da liquidez dentro de um mercado pouco líquido aumentando assim as possibilidades de saída..

É nesse contexto que a crise do crédito, ligada à crise dos *subprimes* chegou em Junho de 2007. O mercado do LBO que estava em forte crescimento recuou enormemente. Ao

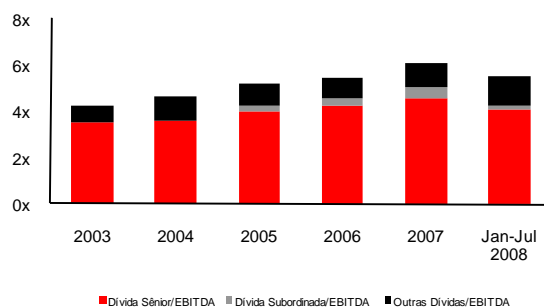
final de 2007 e começo de 2008 era claro que o mercado da dívida havia se encolhido e a era do *mega-buyouts* havia acabado momentaneamente mesmo se o *Private Equity* tenha continuado uma classe de ativos muito grande e ativa. O mercado do LBO passa por uma fase de reorganização com mudanças muito importantes especialmente no nível da estrutura de financiamento, redução do nível de alavancagem, aumento significativo das margens e dificuldade crescente de obtenção de crédito dado o risco elevado. A crise financeira afetou drasticamente a liquidez bancária criando uma grande incerteza sobre os compromissos diretos e indiretos dos estabelecimentos financeiros em matéria de crédito a risco. Como o financiamento se tornou muito mais arriscado, o custo do financiamento LBO aumentou bastante se comparado aos anos anteriores (aumento de 86 bps entre 2007 e 2008) como podemos destacar na figura a seguir:



**Gráfico 7 – Custo total da estrutura de financiamento LBO (em bps) por ano**

Fonte – Standard & Poor's LCD

Em paralelo, a agressividade da estruturas de financiamento LBO diminuiu muito (passagem de 6.12x da relação Dívida / EBITDA em 2007 a 5.54x em 2008) como podemos observar na figura a seguir:



**Gráfico 8 – Relação Dívida / EBITDA anual dos LBO**

Fonte – Standard & Poor's LCD

### 3. METODOLOGIA

Antes de nos aprofundarmos no trabalho, reservo esse espaço para explicar a metodologia a ser utilizada para identificar como as ferramentas destacadas no segundo capítulo nos auxiliarão na análise e compreensão do problema proposto no primeiro capítulo podendo assim alcançar o objetivo destacado.

Em um primeiro instante, explicaremos qual a lógica de uma operação de LBO a partir da visão dos investidores explicitando as ferramentas das quais eles se servem para garantir o sucesso da operação. Em seguida mostraremos alguns dados relativos à evolução desse mercado comparado ao mercado das empresas de capital aberto, comprovando assim a eficácia desse tipo de financiamento.

Finalmente atingiremos a etapa de análise estratégica e financeira da empresa destacando as diferentes ferramentas utilizadas para garantir o sucesso da operação. Para tal, introduziremos a empresa, apontando as suas características principais assim como o mercado que ela compete.

Em seguida, utilizaremos a **Análise das Cinco Forças Competitivas de Porter** (1990) para conhecermos melhor o contexto no qual a empresa realiza as suas atividades mais precisamente no que diz respeito o nível de rivalidade do mercado no qual ela está inserida, qual ameaça ela sofre de existirem novos competidores ou produtos substitutos e qual é o poder de barganha de seus fornecedores e clientes. Dessa forma teremos uma visão melhor do nível de risco que a empresa está exposta. Essa análise é de extrema importância porque um financiamento do tipo LBO exige que a empresa possa reembolsar não só os juros da dívida, mas o total também, ou seja, os investidores precisam estar certos de que o fluxo de caixa da empresa não pode ser afetado negativamente durante o período da operação.

Após analisarmos o ambiente no qual a empresa está inserida, faremos uma análise mais interna da empresa através da **Análise SWOT**, destacando os seus pontos fortes e fracos assim como as oportunidades e ameaças presentes. Essa análise também é de suma importância, pois para garantir o sucesso do financiamento, o investidor deve buscar exaustivamente a criação de valor, reforçando assim os seus pontos fortes e melhorando os

seus pontos fracos. Ao mesmo tempo, é essencial investir em novas oportunidades de mercado e também se proteger das ameaças existentes.

Após terminarmos a análise estratégica da empresa, faz-se necessária a realização de uma análise financeira para sabermos se a empresa está preparada para receber esse tipo de financiamento. Por se tratar de um estudo de caso, teremos acesso aos dados da empresa em um momento anterior à operação de LBO e também após a sua concretização. Para realizarmos essa análise apresentaremos um **Modelo de Fluxo de Caixa** e também como o mesmo influencia o **Modelo de Alavancagem**. É importante destacar que todos esses modelos são cruciais para conhecermos qual é o nível ótimo de alavancagem para a empresa alvo e, após a concretização da operação, o mesmo serve de parâmetro para a criação do plano de negócios a ser seguido pelos dirigentes nos anos seguintes.

Os dados apresentados na redação desse trabalho são reais da empresa, porém dado o termino do estágio em 2008, os dados mais recentes são do final de 2007, porém para realizar o estudo, esse período é suficiente uma vez que as operações de LBO foram realizadas em 2003 e 2005 existindo assim dados suficientes para uma análise precisa e detalhada da empresa.

## 4. Financiamento LBO: criação de valor?

Após termos apresentado detalhadamente o funcionamento de uma operação de LBO, é necessário explicarmos quais são as ferramentas utilizadas para trazer melhorias à empresa e também compararmos o desempenho financeiro de empresas sob esse tipo de regime financeiro com empresas de capital aberto, ou seja, cotadas na bolsa.

### 4.1. A contribuição do LBO

O modelo de negócios utilizado pelos investidores em *Private Equity* tem como característica principal ser agressivo sempre buscando a criação de valor em um período relativamente curto em oposição às empresas públicas uma vez que os fundos de *Private Equity* visam revender as suas empresas rapidamente. A idéia principal do LBO é buscar uma empresa alvo que permita a criação de valor rapidamente e que possa ser revendida com facilidade e, para garantir o sucesso da operação, os dirigentes são forçados a seguir o modelo de negócios proposto. O peso da dívida e os métodos de incentivo estimulam fortemente os dirigentes assegurando assim a total aplicação dos mesmos na busca pelo sucesso da operação de LBO.

O primeiro passo para identificar como os investidores em *Private Equity* criam valor para a empresa a partir de uma operação de LBO é analisar as ferramentas utilizadas pelos gestores da empresa para garantir o sucesso da operação.

#### 4.1.1. Compra proativa de empresas

A compra proativa de empresas é um elemento chave para o sucesso de um investimento em *Private Equity*. Um estudo feito pela Ernst & Young (2007) mostra que 82%

das empresas compradas por um investidor em *Private Equity* são originárias de uma relação proativa entre o fundo de investimento de *Private Equity* e os gestores da empresa alvo.

Uma análise precisa do ambiente no qual a empresa está inserida é crucial para criar uma vantagem durante a compra e venda da empresa alvo. Os fundos realizam um estudo precoce, preciso e completo a través das *Due Diligences* que trazem uma análise muito aprofundada dos elementos financeiros, estratégicos, legais e ambientais da empresa, assim como descrito por Porter (1991) na análise estratégica proposta em seu modelo das “Cinco Forças Competitivas de Porter” e também na análise “SWOT”.

#### **4.1.2. Métodos de incentivo e gestão**

Garantir o alinhamento dos interesses dos acionistas e dos dirigentes da empresa é crucial para assegurar o sucesso do investimento, assim os acionistas oferecem como recompensa, uma transferência de recursos financeiros da empresa para os dirigentes. O princípio de incitar os dirigentes para garantir a sua completa motivação e o permitir de ser também um proprietário da empresa é um dos principais vetores para a criação de valor.

Ter a melhor equipe dirigente no comando da empresa é crucial para o sucesso do investimento, assim os fundos de *Private Equity* fazem o máximo para manter os dirigentes seniores capazes de dirigir a empresa e, no caso de necessidade, substituem a equipe existente por outra. Os pacotes de incitação propostos pelos fundos de *Private Equity* lhes permitem contratar e formar as melhores equipes de dirigentes no caso da equipe atual deva ser substituída ou não deseje participar da operação de LBO.

Os fundos de *Private Equity* utilizam muitas ferramentas diferentes de incitação direcionadas para a equipe dirigente. Entre esses diferentes tipos de mecanismos, podemos destacar os seguintes:



- **Vantagem incitativa de entrada (ou *sweet equity*):** É dada pelo investidor à equipe dirigente e que depende do alcance ou não dos objetivos estipulados no plano de negócios;
- **Participação suplementar de saída (ou *ratchet*):** É um mecanismo aplicado no momento em que a equipe dirigente atinge um resultado superior ao estipulado no plano de negócios;
- **Opção de compra de ações:** É um método de incitação que corresponde ao número de ações suscetíveis de serem convertidas em função da taxa interna de retorno (TIR) atingida. Entretanto, existem mecanismos diluentes que podem ser empregados com a finalidade de estabelecer uma parte de capital máximo que a equipe dirigente pode receber em caso de sucesso (TIR máximo);

#### **4.1.3. Plano de negócios agressivo**

O plano de negócios sintetiza a estratégia da empresa, as suas ações e os meios os quais os investidores e dirigentes esperam colocar em prática em um projeto de LBO com a finalidade de desenvolver, durante um período pré-determinado, as atividades necessárias e suficientes para atingir os objetivos visados.

Insistir em um plano de negócios bastante agressivo e ao mesmo tempo atingível é um dos principais fatores de sucesso de um investimento em *Private Equity*. Para garantir também o total alinhamento dos interesses dos investidores e da equipe dirigente, ambos criam o plano de negócio juntos. Na maioria dos casos, o sucesso do investimento acontece quando uma equipe dirigente de alta qualidade está ligada a um plano de negócios também de alta qualidade.

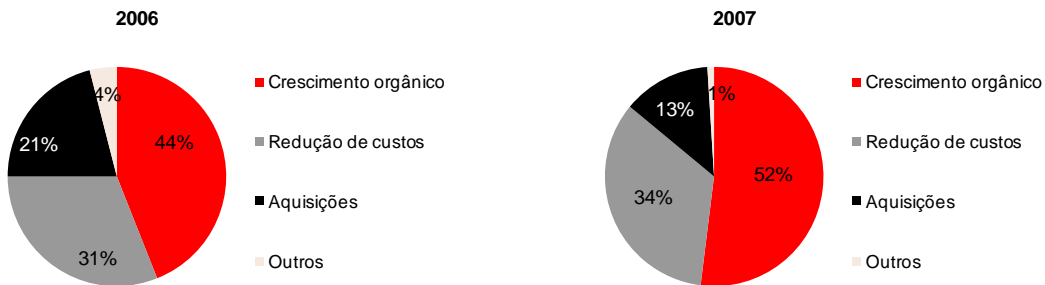
#### **4.1.4. Melhoria do desempenho da empresa e crescimento**

O objetivo principal de uma operação de LBO é a criação de valor. Dessa forma, o investimento cresce em valor e pode ser vendido posteriormente a um preço maior garantindo o sucesso do investimento. De acordo com um estudo realizado pela empresa de consultoria financeira Ernst & Young (2007), os três principais elementos que os fundos de *Private Equity* e os dirigentes utilizam para garantir a melhoria do desempenho da empresa são os seguintes:

- **Crescimento orgânico da empresa:** Representa o desempenho da empresa como um só sem considerar o seu crescimento externo. Este elemento é crucial para realizar uma boa análise da empresa mesmo se o investimento é baseado no resultado global da empresa. Entre as estratégias conhecidas que podem influenciar diretamente este elemento, podemos destacar o crescimento das vendas, a inserção do produto em novos mercados e a criação de novos produtos;
- **Redução do custo:** É um elemento muito importante no que diz respeito o desempenho financeiro da empresa. As medidas tomadas pelos dirigentes para garantir a redução dos custos, a redução do número de empregados, a racionalização dos custos de produção, assim como uma política mais sana de compra de matérias-primas são as mais conhecidas;
- **Aquisições (ou crescimento externo):** São igualmente muito importantes para a empresa, pois o crescimento externo pode trazer muitos benefícios para a empresa fora os de aspecto financeiro puro. A aquisição pode influenciar o desempenho operacional da empresa através de economias de massa, da integração vertical e de sinergias. Ela pode também influenciar na redução da concorrência, aumento da diversidade e da presença geográfica. Finalmente, ela pode influenciar igualmente, em um plano financeiro, com economias fiscais e utilização do fluxo de caixa (tesouraria).

Para termos uma idéia de quanto esses elementos citados acima influenciam a empresa na criação de valor, podemos ver nos gráficos abaixo o resultado de um estudo realizado pela empresa de consultoria financeira Ernst & Young (2007) que visava segmentar

a parte correspondente de cada um desses vetores de crescimento no crescimento global das empresas:



**Gráfico 9 – Fonte de crescimento do valor da empresa em 2006 e 2007**

Fonte – Ernst & Young (2007)

#### **4.1.5. Controle**

Os investidores de *Private Equity* utilizam um modelo único de controle e disciplina da equipe dirigente que inclui a definição de objetivos e datas, e acompanhamento constante. O controle diz respeito a todas as ações que visam medir o desempenho dos dirigentes e implementar uma política de recompensa (ou incitação) no caso de sucesso. Esse controle reduz os custos de suporte (auditoria e consultoria) forçando os dirigentes a concentrarem os seus esforços em atividades que têm um alto poder de criação de valor e os impedindo de se preocuparem com projetos improdutivos para a empresa.

Nas operações de LBO, o peso da dívida funciona também como elemento disciplinador dos dirigentes uma vez que os últimos só serão remunerados uma vez que os rendimentos do capital empregado seja superior ao seu custo. O recurso massivo do efeito de alavancagem indica ao dirigente que o capital possui um custo elevado e que as empresas dirigidas em LBO devem obter um retorno sobre o investimento suficientemente elevado para poder pagar ao mesmo tempo os juros da dívida e a dívida em si.

Entretanto, a reação entre os investidores e os dirigentes não é unicamente de controle. Na realidade, todas as decisões dos dirigentes são influenciadas e modificadas por essa reação específica. O interesse de uma forte implicação dos investidores reside em um acompanhamento da equipe dirigente no processo de tomada de decisão que é composto por quatro etapas: **a iniciativa**, que reúne a elaboração dos projetos e a definição de todas as escolhas realizáveis, **a ratificação do projeto de investimento**, que visa conhecer a adequação e pertinência do projeto com as perspectivas futuras anteriormente definidas, **a implementação**, que consiste em executar as diferentes decisões ratificadas e o **acompanhamento**, que implica as medidas do desempenho e permite de verificar se os resultados obtidos respondem aos objetivos fixados no plano de negócio inicial, ou seja, se são criadores de valor.

#### ***4.1.6. Venda do investimento***

*“Timing is everything – Whether by design or by luck” – Ernst & Young (2007)*

As estratégias de saída são cruciais para os investidores uma vez que a revenda das participações determinará uma parte do rendimento desse investimento. As estratégias implementadas dependem de um grande número de elementos principalmente das características próprias da empresa alvo e dos elementos exteriores como as condições de mercado ou mesmo o ambiente macroeconômico.

O sucesso da venda é um tema central em um investimento de *Private Equity*. De fato, essa última etapa do investimento é considerada como a ratificação de toda a operação. Todo esse modelo funcional anteriormente explicado (a compra proativa de empresas, os métodos de incentivo e gestão, o plano de negócios agressivo, a melhoria do desempenho da empresa e crescimento e o controle) ganhará todo sentido no momento da cessão do investimento.

Os investidores de *Private Equity* esperam deter o seu investimento o máximo de tempo possível com a finalidade de continuar a realizar melhorias retirando assim mais lucro.

Uma vez que as perspectivas de ganho são limitadas, o investidor tem quatro tipos diferentes de saídas possíveis explicadas anteriormente na revisão bibliográfica (introdução em bolsa, venda a um ator industrial, LBO secundário, terciário, etc, ou uma recapitalização).

## **4.2. Desempenho global das sociedades sob LBO**

Depois de analisarmos as ferramentas utilizadas pelos investidores junto à equipe dirigente, é importante conhecermos os resultados que essas políticas de criação de valor têm na realidade.

Tomando como base o ano de 2007, as empresas vendidas pelos fundos de *Private Equity* tiveram um desempenho superior no que diz respeito a criação de valor se comparadas às empresas cotadas na bolsa. Para podermos melhor avaliar esse desempenho considerado superior, é crucial analisarmos e compararmos essas empresas em 4 níveis básicos: o valor total da empresa, a rentabilidade (nesse caso usaremos o EBITDA) e a produtividade. Esse estudo foi realizado pela Ernst Young e usou como base as cem (100) maiores empresas vendidas pelo *Private Equity* (especialmente em LBO) com empresas comparáveis de capital aberto.

### **4.2.1. Valor da empresa**

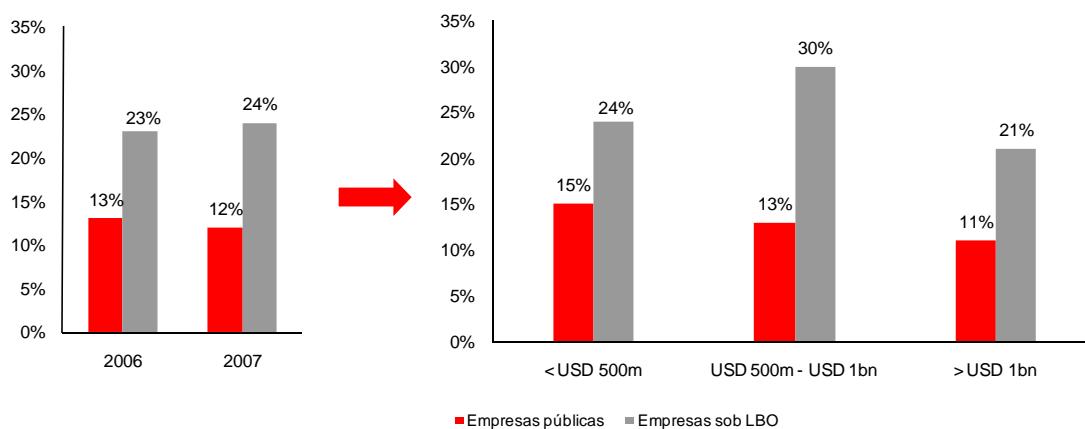
A criação de valor é sem dúvida nenhuma o objetivo principal buscado pelos acionistas da empresa. O valor da empresa é composto por muitos elementos e, mesmo se a rentabilidade e a produtividade sejam por essência medidas suficientemente pertinentes para analisar a empresa, eles são também diretrizes importantes para a definição do valor da empresa.

Durante o ano 2007, o valor médio das cem maiores empresas vendidas pelo *Private Equity*, de acordo com o estudo realizado pela Ernst & Young (2008) cresceu a uma

tava impressionante de 24%, o dobro da taxa de crescimento das empresas de capital aberto. Esse resultado é melhor que o obtido no ano anterior quando o valor constatado foi de 23%. Entretanto, esse valor reduziu se tomado como base as empresas de capital aberto.

De fato, essa situação se repete em todos os tamanhos de operação. Esse fato é realmente importante uma vez que as operações de pequeno e médio porte têm por característica principal o financiamento mais facilitado, porém o estudo comprova que o crescimento é superior também para as operações de grande porte (superiores a USD 1bn) explicitando assim o desempenho superior das empresas financiadas pelo *Private Equity* em comparação às empresas de capital aberto.

Nos gráficos a seguir podemos apreciar os dados obtidos pelo estudo acima descrito:

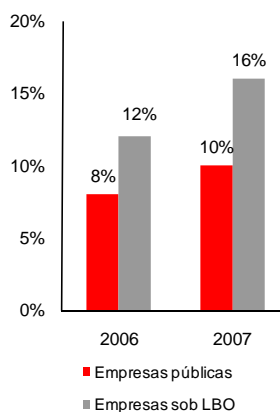


**Gráfico 10 – Desempenho das empresas em valor total por ano e por tamanho da operação**

**Fonte – Ernst & Young (2007)**

### 4.2.2. Rentabilidade

A rentabilidade segue a mesma tendência que aquela descrita no item anterior. Um indicador muito utilizado para medir o crescimento da rentabilidade de uma empresa é a análise da evolução do EBITDA. Em 2007, o EBITDA do grupo das empresas vendidas pelo *Private Equity* apresentou um crescimento de 16% em relação ao ano anterior contra simplesmente 10% das empresas de capital aberto. Esse resultado pode ser explicado pela exaustiva tentativa dos fundos de investimentos em otimizar os custos das empresas alvos contribuindo positivamente para o aumento das margens de EBITDA. No gráfico a seguir podemos apreciar os resultados obtidos pela pesquisa:



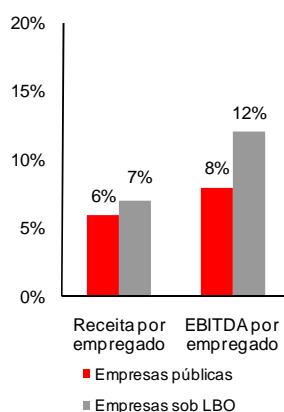
**Gráfico 11 – Desempenho das empresas em crescimento do EBITDA**

Fonte – Ernst & Young (2007)

### 4.2.3. Produtividade

A produtividade também segue a mesma linha de pensamento e pode ser medida através de muitos tipos diferentes de indicadores. Nesse estudo, foram utilizados como indicadores, a receita por empregado e a rentabilidade (EBITDA) por empregado. Esses fatores nos dão uma idéia sobre as melhorias no desempenho da empresa e também na sua durabilidade.

Seguindo a mesma tendência apresentada pelos outros indicadores, a produtividade apresentada pelo do grupo das empresas vendidas pelo *Private Equity* sofreu um crescimento superior ao apresentado pelas empresas de capital aberto. Esse fato pode ser explicado porque os investidores em *Private Equity* têm uma atenção especial com o aumento da receita das empresas alvo sempre se preocupando com a redução dos custos gerais, entre eles a redução do número de empregados. No gráfico a seguir podemos apreciar o resultado obtido pela pesquisa no que diz respeito da evolução da amostra entre os anos 2006 e 2007:



**Gráfico 12 – Desempenho das empresas em produtividade em 2007**

**Fonte – Ernst & Young (2007)**



## 5. Estudo de caso: Grupo Terreal

Após termos explicado o funcionamento de um investimento em LBO e como ele pode ajudar a empresa na criação de valor, é muito importante apresentar um exemplo concreto da influência de um fundo de *Private Equity* sobre uma empresa explicitando o impacto na melhoria de desempenho financeiro, gerencial e operacional através de um investimento por efeito de alavancagem.

Para realizar essa análise, utilizaremos uma metodologia simples já explicada anteriormente com a finalidade de obter um resultado mais completo, concreto e confiável. Dessa forma, analisaremos a empresa através de duas ópticas distintas: a estratégica e a financeira.

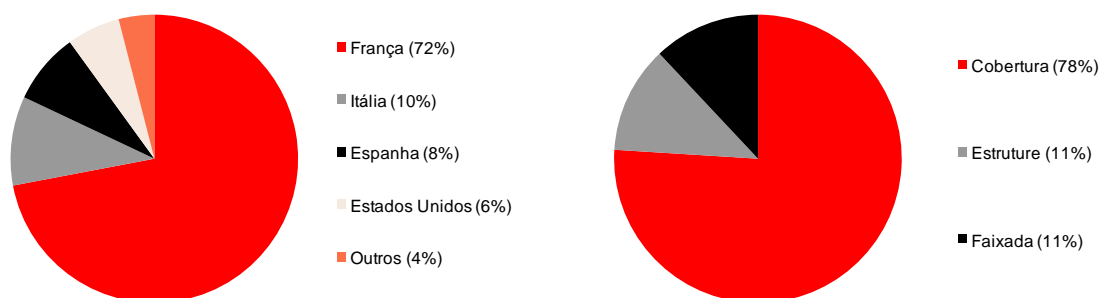
Primeiramente, um estudo sobre a empresa é necessário para conhecermos a sua história e as características do negócio. Em seguida, é importante analisarmos o contexto no qual a empresa desenvolve suas atividades para confirmarmos se a empresa é um alvo que responde aos critérios exigidos pelos investidores em LBO. Após conhecermos melhor a empresa e o seu contexto, nos aprofundaremos no estudo estratégico da empresa utilizando as ferramentas destacadas na revisão bibliográfica. Por último realizaremos um estudo financeiro da empresa destacando o modelo proposto de dívida a ser adotado nas operações de LBO compreendendo assim como a empresa reagiu a esse tipo de financiamento, quais foram as melhorias trazidas à empresa e quais oportunidades de melhoria ainda persistem após esse financiamento.

### 5.1. Apresentação do Grupo Terreal

Com mais de 150 anos de história, o Grupo Terreal é um produtor de materiais de construção de barri que trabalham em três domínios de atividade: cobertura, estrutura e fachada. Presente em mais de trinta países, o Grupo é o líder francês nesse mercado com uma parte de mercado de aproximadamente 34% em valor. O Grupo apresenta também uma forte

presença em países do sul da Europa (Espanha e Itália). Para termos uma idéia de tamanho do Grupo, a receita total em 2006 foi de EUR 424,4m com um crescimento anual médio de 8,2% entre 1996 e 2006.

Podemos ver nos gráficos abaixo a segmentação da receita do Grupo Terreal em 2006 por país e também por produto:



**Gráfico 13 – Segmentação da receita do Grupo Terreal por país e por produto em 2006**

**Fonte – Memorando de informação de Junho de 2007 do Grupo Terreal**

Na França, a marca Terreal se beneficia de uma imagem muito conhecida entre os distribuidores e clientes de materiais de construção graças a uma forte política de marketing desenvolvida nesse país. Terreal também dispõe de uma carteira de marcas muito forte internacionalmente.

No que diz respeito à plataforma de produção, o Grupo detém diversas usinas implantadas através da França, Espanha e Itália, além de ser detentor das principais carreiras de terra fornecedoras de matéria-prima para as usinas. É importante ressaltar que embora a plataforma de produção seja vasta, ela apresenta um grande potencial de melhoria no seu desempenho. Essas melhorias são ligadas principalmente à qualidade da matéria-prima extraída e à redução de custos no setor de compras e produção.

Veremos mais a frente na análise estratégica, uma explicação mais detalhada das oportunidades que os dirigentes destacaram para garantir a melhoria no desempenho da empresa e o seu crescimento.

## 5.2. Apresentação do mercado de materiais de construção de barro

O mercado de materiais de construção de barro é composto basicamente de tijolos e telhas de barro que são utilizados regularmente na indústria da construção e renovação de edifícios. O mercado francês é um dos maiores do mundo e, até o ano 2007, estava em pleno crescimento. Os principais clientes das empresas produtoras de materiais de construção de barro são lojas e distribuidores especializados, e empresas do setor de construção e renovação de edifícios (aproximadamente 34000 empresas na França) que servem os clientes individuais, públicos e empresas. Nesse mercado podemos destacar as seguintes características:

- **Forte concentração do mercado:** Os dois principais produtores são responsáveis por um total de 76% das vendas em valor e os quatro maiores representam 97%. Essa situação é uma fonte de barreira à entrada de novos atores nesse mercado, como por exemplo, (i) uma cobertura nacional muito especializada, (ii) uma intensidade muito forte de capital exigindo altos investimentos, (iii) uma baixa preocupação com fornecedores uma vez que as empresas são as principais responsáveis pela extração das matérias-primas e (iv) um grande poder de negociação com os numerosos distribuidores;
- **Mercado em crescimento constante:** O mercado francês de tijolos e telhas de barro beneficia de um crescimento em volume constante suportado pelo crescimento da atividade de renovação de unidades residenciais (previsto de crescer aproximadamente 3,3% por ano até 2011) e de construção de novos edifícios (previsto de seguir a mesma taxa de crescimento). Esse crescimento é suportado também pela nova tendência do mercado de substituir os materiais de cimento por materiais de barro que apresentam um preço mais baixo;
- **Baixa elasticidade do preço:** O custo da matéria-prima pode ser negligenciado se comparado ao custo total do produto (aproximadamente 2%). O custo principal está relacionado à mão-de-obra (aproximadamente 80%), assim o custo do produto não está exposto ao risco de crescer muito, permitindo aos produtores aumentar o preço mesmo se a demanda abaixar;

- **Existência de muitos mercados locais:** Na França, os estilos de construção e o regulamento estrito exigem que os produtores sigam o padrão de cada região que variam muito através de todo o país. Esse fator ligado ao alto custo de transporte protege o produtor da concorrência de atores menores de outras regiões;
- **Diferenciação de produtos:** As novas tendências do mercado criaram oportunidades de inovação no segmento de produtos com um valor maior que remetem a produtos de maior margem. Essa situação favorece as grandes empresas em detrimento das pequenas e médias empresas que não podem competir dado o alto custo ligados à inovações do produto, diferenciação da marca e aumento da gama de produtos oferecidos.

### **5.3. Análise estratégica do Grupo**

Após conhecermos a realidade da empresa e o contexto no qual a mesma realiza as suas atividades, iniciaremos a análise da estratégia que deve ser empregada. Em um primeiro momento, apresentaremos a Análise das Cinco Forças Competitivas de Porter para identificarmos melhor as características do Grupo Terreal e o contexto no qual ele está inserido, e em seguida apresentaremos a Análise SWOT para explicitarmos os pontos fortes e fracos, assim como as oportunidades e ameaças para o grupo.

#### ***5.3.1. Análise das Cinco Forças Competitivas de Porter***

A primeira análise a ser feita diz respeito ao contexto no qual a empresa está inserida e para tal, identificaremos alguns pontos principais relativos a cada força determinada por Porter (1991). Dessa forma conheceremos melhor a posição da empresa dentro de seu mercado podendo assim ter uma visão melhor quanto as oportunidades que a empresa têm e as ameaças que ela sofre.

### **5.3.1.1. Rivalidade entre empresas**

A rivalidade é relativamente alta nesse mercado, porém o fato de ser concentrada (os dois principais atores detém 76% do mercado e os quatro principais atores detém 97%) traz uma garantia maior à empresa. Outro fato muito importante é o fato do mercado francês apresentar uma grande diversidade de estilos arquitetônicos em cada região, criando assim certa barreira entre esses próprios atores, ou seja, na realidade eles não competem exatamente pelo mesmo mercado.

Aliado a esse fator, podemos destacar as empresas pequenas locais que, embora sejam competidores importantes, estão em grande desvantagem graças ao alto custo de produção ligado à produção de baixa escala e a dificuldade de promover inovações nos produtos no mesmo ritmo que o Grupo Terreal.

Esses fatores nos dão certa tranquilidade em relação à posição atual da empresa no mercado provando assim que ela está bem protegida da rivalidade que sofre em seus mercados.

### **5.3.1.2. Ameaça de novos produtos**

Essa ameaça da aparição de novos produtos competidores é constante, porém muito limitada uma vez que o Grupo Terreal tem uma grande preocupação com o investimento em inovação garantindo assim o acompanhamento às novas tendências do mercado que estão ligadas aos segmentos de produtos com um valor maior e apresentam uma margem de lucro maior.

Como já foi explicado anteriormente, os competidores desse mercado não conseguem acompanhar as inovações do produto, diferenciação da marca e aumento da gama de produtos oferecidos, garantindo assim uma posição relativamente confortável para a empresa.

### **5.3.1.3. Ameaça de produtos substitutos**

Os produtos substitutos não são realmente uma grande preocupação para o Grupo Terreal porque as matérias-primas utilizadas na produção dos materiais de construção de barro apresentam um custo extremamente baixo refletindo assim em um preço final também muito baixo. Ao mesmo tempo, o barro já provou ser um material com características ideais para a construção.

Dessa forma, é difícil imaginar a aparição de um produto substituto que possa competir ao mesmo tempo em desempenho e em preço com o barro. O cimento, que é um material que apresenta características similares ao barro, já provou ser inferior perdendo uma grande parte do mercado para o barro. Muitas empresas competidoras foram inclusive obrigadas a mudar de material para se adaptarem melhor à demanda do mercado

### **5.3.1.4. Poder de barganha dos fornecedores**

O Grupo Terreal tem por característica principal ser proprietário de grande parte das reservas de barro fornecedoras de matéria-prima para a produção. A pequena fração de fornecedores que restam, têm um poder de barganha relativamente baixo, deixando a empresa em uma situação confortável.

Ao mesmo tempo, por ser o ator principal nos mercados que atua, o Grupo Terreal tem um poder muito forte sobre os fornecedores. A posição de principal cliente permite à empresa negociar contratos cada vez mais favoráveis. Veremos mais adiante na Análise SZOT, como a empresa soube tirar proveito dessa posição no momento de renegociação dos contratos com fornecedores.

### **5.3.1.5. Poder de barganha dos clientes**

Assim como explicado no item anterior, o Grupo Terreal se aproveita da posição de principal ator nos mercados que atua tendo assim m poder muito grande sobre os clientes que são numerosos. A empresa vende a grande parte de seus produtos através de lojas e distribuidores especializados (aproximadamente 3000 unidades) e aos clientes individuais, públicos e empresas (aproximadamente 34000 unidades). Por ter um leque muito grande de clientes, os mesmos têm poder mínimo sobre o grupo.

O único destaque que devemos fazer é em relação aos distribuidores especializados que, por serem os clientes principais do grupo, têm um poder sobre a empresa tendo assim a possibilidade de negociar contratos e aproveitando de condições especiais. Entretanto, é importante destacarmos que não existe nenhum cliente que influencia diretamente a atividade da empresa. A única influência é no sentido de responder às tendências do mercado.

### **5.3.2. Análise SWOT**

Após conhecermos melhor o contexto no qual a empresa está inserida, nos preocuparemos com os pontos fortes e fracos da empresa para destacarmos as características que devem ser conservadas e quais devem ser aprimoradas. Dessa forma poderemos destacar as oportunidades de melhoria e ameaças que a empresa sofre.

#### **5.3.2.1. Pontos Fortes (*Strenghts*)**

O Grupo Terreal apresenta os seguintes recursos e capacidades que geram vantagens competitivas em relação a seus competidores e que a empresa deseja melhorar ou conservar com a operação de LBO:

- Grande participação em um mercado crescente e baixa concorrência;
- Forte imagem de marca;
- Produto com baixa elasticidade de preço e vantagem de custos;
- Proprietária de grande parte das fontes de matéria-prima;
- Alta diversidade de clientes e nenhuma dependência a um em especial.

#### **5.3.2.2. Pontos Fracos (*Weaknesses*)**

O Grupo Terreal apresenta os seguintes recursos e capacidades vulneráveis que podem gerar ameaças não só em relação aos competidores, mas também em relação à diminuição da produtividade e da rentabilidade da empresa. É importante ressaltar que esses pontos podem servir também como base para a determinação das oportunidades e ameaças da empresa:

- Baixa qualidade da extração de matéria-prima;
- Baixo desempenho das usinas;
- Baixo desempenho das funções suporte, como por exemplo, logística, cadeia de suprimentos, compras de materiais e pesquisa e desenvolvimento de novos produtos e processos.

#### **5.3.2.3. Oportunidades (*Opportunities*)**

Analisando os pontos fortes e fracos destacados anteriormente, podemos apontar algumas oportunidades de crescimento e melhoria para o Grupo Terreal:

- A matéria-prima tem uma importância enorme para garantirmos a qualidade dos produtos finais e como o Grupo Terreal é responsável pela maior parte de sua extração, faz-se necessária uma melhoria considerável na qualidade dessa atividade;



- As usinas do grupo apresentam um desempenho insatisfatório e por isso é necessário um investimento grande em novos materiais e processos, e também no aumento da capacidade total de produção;
- O grupo tem a necessidade de melhorar as funções de suporte da produção para que a empresa evolua em quatro pontos principais: (i) melhoria na planificação da produção, dos estoques e dos limites de produção, (ii) redução dos tempos de entrega, (iii) melhoria na precisão das datas de entrega e (iv) renegociação dos contratos de compras com condições mais vantajosas;
- Crescimento orgânico da empresa através de investimentos em publicidade aumentando assim a sua presença no mercado francês;
- Crescimento externo em mercados de grande potencial de crescimento como a Alemanha, Espanha e Itália onde o mercado é ainda muito fragmentado com a presença de muitos atores de baixa capacidade produtiva.

#### **5.3.2.4. Ameaças (*Threats*)**

As principais ameaças sofridas pela empresa estão ligadas principalmente à evolução do mercado de materiais de construção e ao seu próprio desempenho. Dessa forma, a empresa reconhece que os seguintes pontos exigem uma atenção maior:

- Retração do mercado de materiais de construção;
- Grande dificuldade de melhoria no desempenho das usinas ligadas principalmente aos altos gastos necessários com modernização e aperfeiçoamento das mesmas;
- Grande dificuldade na negociação de contratos com fornecedores. Essa empresa pertencia ao Grupo Saint-Gobain da França e por isso dispunha de contratos favoráveis;
- Resistência no acesso aos outros mercados europeus que têm suas próprias empresas locais.

## **5.4. Análise financeira do Grupo**

Para realizar a análise financeira, utilizaremos os três demonstrativos financeiros apresentados na segunda seção. É importante ressaltar que a avaliação da empresa é baseada na sua situação atual e nas suas perspectivas futuras, ou seja, o estudo é baseado nas previsões dos dirigentes e dos investidores da empresa alvo.

Primeiramente analisaremos a empresa isolada para conhecermos a sua situação financeira e assim poderemos decidir quanto à possibilidade ou não se ser um alvo de uma operação de LBO. Em seguida, utilizaremos um modelo para simular a capacidade da empresa de suportar uma alavancagem financeira permitindo assim a definição do nível ideal de alavancagem.

### ***5.4.1. Análise do Grupo Terreal isolado***

Analisando o demonstrativo de resultado, podemos destacar que a empresa está em uma situação estável e embora a receita não aumente, o resultado está crescendo graças à redução das despesas de juros e depreciação. Vemos no demonstrativo de fluxo de caixa que a empresa se beneficia de um fluxo de caixa relativamente alto comparado ao seu EBITDA (33%). Por fim, analisando o balanço patrimonial, observamos que a empresa detém uma quantidade alta de ativos permanentes e caixa, dando assim uma garantia maior para a realização da operação de LBO.

É importante explicarmos que esses valores são relativos ao futuro da empresa fora de uma operação de LBO e por isso consideramos que o crescimento da receita é quase nulo. Dessa forma, adotamos uma posição mais segura e otimista para garantir o sucesso da operação.

<b>Balanco Patrimonial</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Ativos Permanentes	285.1	277.0	272.3	268.3	266.1
Ativos Circulantes	144.8	140.5	140.5	140.5	141.2
Caixa	24.8	33.1	38.6	42.2	45.6
<b>TOTAL ATIVO</b>	<b>454.8</b>	<b>450.6</b>	<b>451.4</b>	<b>451.0</b>	<b>452.9</b>
Patrimônio Líquido	159.3	177.6	199.2	221.1	245.2
Dívidas de Financiamento	240.0	240.0	240.0	240.0	240.0
Passivos Circulantes	55.2	53.5	53.5	53.5	53.8
<b>TOTAL PASSIVO</b>	<b>454.5</b>	<b>450.3</b>	<b>451.1</b>	<b>450.7</b>	<b>452.6</b>

**Tabela 3 – Balanço Patrimonial do Grupo Terreal em 2003 e as previsões de 2004 a 2007**

Fonte – Memorando de informação de Junho/2003 do Grupo Terreal

<b>Demonstrativo de Resultado</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Receitas	328.3	318.5	318.5	318.5	320.0
<i>Crescimento</i>	0.0%	-3.0%	0.0%	0.0%	0.5%
Despesas Operacionais	(236.6)	(232.5)	(232.5)	(232.5)	(233.3)
<b>EBITDA</b>	<b>91.7</b>	<b>86.0</b>	<b>86.0</b>	<b>86.0</b>	<b>86.7</b>
<i>% Receita</i>	27.9%	27.0%	27.0%	27.0%	27.1%
Depreciação	(27.7)	(28.1)	(25.5)	(24.9)	(23.1)
<i>% Receita</i>	8.4%	8.8%	8.0%	7.8%	7.2%
Provisões					
<b>EBITA</b>	<b>64.0</b>	<b>57.9</b>	<b>60.5</b>	<b>61.1</b>	<b>63.6</b>
<i>% Receita</i>	19.5%	18.2%	19.0%	19.2%	19.9%
Juros Líquidos	(13.5)	(12.9)	(11.9)	(10.8)	(9.6)
Resultado Financeiro	(13.5)	(12.9)	(11.9)	(10.8)	(9.6)
<b>Lucro Antes dos Impostos</b>	<b>50.5</b>	<b>44.9</b>	<b>48.5</b>	<b>50.2</b>	<b>54.0</b>
<i>% Receita</i>	15.4%	14.1%	15.2%	15.8%	16.9%
Excepcionais	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
<b>EBTA</b>	<b>50.6</b>	<b>45.1</b>	<b>48.7</b>	<b>50.4</b>	<b>54.1</b>
<i>Renda Impossível</i>	50.6	45.1	48.7	50.4	54.1
Imposto de Renda	(17.9)	(16.0)	(17.2)	(17.9)	(19.2)
<i>Taxa de Imposto</i>	35.4%	35.4%	35.4%	35.4%	35.4%
Amortização por Goodwill	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
<b>Resultado líquido</b>	<b>31.1</b>	<b>27.5</b>	<b>29.8</b>	<b>30.9</b>	<b>33.4</b>
<i>% Receita</i>	9.5%	8.6%	9.4%	9.7%	10.4%

**Tabela 4 – Demonstrativo de Resultado do Grupo Terreal em 2003 e as previsões de 2004 a 2007**

Fonte – Memorando de informação de Junho/2003 do Grupo Terreal

<b>Demonstrativo de Fluxo de Caixa</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
EBITDA	91.7	86.0	86.0	86.0	86.7
Mudança no Capital de Giro	(0.4)	2.7	-	-	(0.4)
<b>Fluxo de Caixa Operacional</b>	<b>91.3</b>	<b>88.7</b>	<b>86.0</b>	<b>86.0</b>	<b>86.3</b>
Despesas de Capital	(15.0)	(21.4)	(22.3)	(22.3)	(22.4)
Taxas	(22.7)	(20.5)	(21.4)	(21.6)	(22.5)
Economia com Impostos	4.8	4.5	4.2	3.8	3.4
<b>Fluxo de Caixa Livre Antes dos Serviços da Dívida</b>	<b>58.4</b>	<b>51.3</b>	<b>46.4</b>	<b>45.8</b>	<b>44.7</b>
Caixa Líquido - Resultados financeiros	(13.5)	(12.9)	(11.9)	(10.8)	(9.6)
<b>Fluxo de Caixa Livre</b>	<b>44.8</b>	<b>38.4</b>	<b>34.5</b>	<b>35.0</b>	<b>35.1</b>

**Tabela 5 – Demonstrativo de Fluxo de Caixa do Grupo Terreal em 2003 e as previsões de 2004 a 2007**

Fonte – Memorando de informação de Junho/2003 do Grupo Terreal

#### 5.4.2. Análise da Empresa Alvo sob LBO

Após conhecermos melhor a situação financeira da empresa, faz-se necessária a criação de um modelo para simular o impacto da operação de LBO na empresa alvo. O nível de alavancagem depende diretamente da capacidade da empresa de gerar fluxo de caixa uma vez que o limite de dívida está ligado à quantidade máxima de juros que a empresa pode pagar. Podemos ver na tabela seguinte, como que a dívida de financiamento do LBO é apresentada no balanço patrimonial da empresa:

<b>Balanço Patrimonial</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
<b>Ativos Permanentes</b>	<b>490.8</b>	<b>469.0</b>	<b>450.7</b>	<b>433.0</b>	<b>417.2</b>
<b>Ativos Circulantes</b>	<b>144.8</b>	<b>140.5</b>	<b>140.5</b>	<b>140.5</b>	<b>141.2</b>
<b>Caixa</b>	<b>33.5</b>	<b>46.6</b>	<b>55.6</b>	<b>63.3</b>	<b>70.8</b>
<b>TOTAL ATIVO</b>	<b>669.1</b>	<b>656.1</b>	<b>646.8</b>	<b>636.8</b>	<b>629.2</b>
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>200.3</b>	<b>206.0</b>	<b>213.6</b>	<b>221.9</b>	<b>232.3</b>
Dívida Mezanino	93.6	97.3	101.2	105.3	109.5
Dívida Sênior	320.0	299.2	278.4	256.0	233.6
<b>Dívida de Financiamento</b>	<b>413.6</b>	<b>396.5</b>	<b>379.6</b>	<b>361.3</b>	<b>343.1</b>
<b>Passivos Circulantes</b>	<b>55.2</b>	<b>53.5</b>	<b>53.5</b>	<b>53.5</b>	<b>53.8</b>
<b>TOTAL PASSIVO</b>	<b>669.1</b>	<b>656.1</b>	<b>646.8</b>	<b>636.8</b>	<b>629.2</b>

**Tabela 6 – Simulação do Balanço Patrimonial do Grupo Terreal em 2003 e as previsões de 2004 a 2007**

**Fonte – Memorando de informação de Junho/2003 do Grupo Terreal**

O impacto da operação de LBO no demonstrativo de resultado pode ser analisado na tabela seguinte com a presença de duas novas despesas: juros do tipo caixa proveniente das dívidas seniores e mezanino e juros do tipo PIK proveniente exclusivamente da dívida mezanino. Podemos notar que o resultado que antes da operação de LBO era de EUR 44,8m, passou a EUR 1,4m é fortemente impactado pelo peso da dívida de financiamento.

<b>Demonstrativo de Resultado</b>		<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
<b>Receitas</b>		<b>328.3</b>	<b>318.5</b>	<b>318.5</b>	<b>318.5</b>	<b>320.0</b>
	<i>Crescimento</i>	0.0%	-3.0%	0.0%	0.0%	0.5%
Despesas da Empresa Alvo		(236.6)	(232.5)	(232.5)	(232.5)	(233.3)
Despesas da Empresa Nova		(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
<b>EBITDA</b>		<b>91.5</b>	<b>85.8</b>	<b>85.8</b>	<b>85.8</b>	<b>86.5</b>
	<i>% Receita</i>	27.9%	26.9%	26.9%	26.9%	27.0%
Depreciação Total		(27.7)	(28.1)	(25.5)	(24.9)	(23.1)
Provisões		-	-	-	-	-
<b>EBITA</b>		<b>63.8</b>	<b>57.7</b>	<b>60.3</b>	<b>60.9</b>	<b>63.4</b>
	<i>% Receita</i>	19.4%	18.1%	18.9%	19.1%	19.8%
Juros do tipo Caixa		(24.6)	(24.4)	(23.9)	(23.2)	(22.5)
Juros do tipo PIK		(4.8)	(5.0)	(5.2)	(5.5)	(5.7)
Juros Líquidos		(29.4)	(29.4)	(29.1)	(28.7)	(28.2)
Resultado Financeiro		(29.4)	(29.4)	(29.1)	(28.7)	(28.2)
Excepcionais		-	-	-	-	-
Imposto de Amortização		(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.4)
<b>Lucro Antes dos Impostos</b>		<b>31.0</b>	<b>24.8</b>	<b>27.8</b>	<b>28.7</b>	<b>31.8</b>
	<i>Renda Impossível</i>	31.0	24.8	27.8	28.7	31.8
Imposto de Renda		(17.9)	(8.8)	(9.8)	(10.2)	(11.3)
	<i>Média da Taxa de Imposto</i>	57.9%	35.4%	35.4%	35.4%	35.4%
Amortização por Goodwill		(11.7)	(11.7)	(11.7)	(11.7)	(11.7)
<b>Resultado Líquido</b>		<b>1.4</b>	<b>4.4</b>	<b>6.3</b>	<b>6.9</b>	<b>8.9</b>
	<i>% Receita</i>	0.4%	1.4%	2.0%	2.2%	2.8%

**Tabela 7– Simulação do Demonstrativo de Resultado do Grupo Terreal em 2003 e as previsões de 2004 a 2007**

**Fonte – Memorando de informação de Junho/2003 do Grupo Terreal**

Podemos ver que o fluxo de caixa também é muito impactado pelo peso da dívida, porém o modelo não nos permite aceitar uma estrutura de dívida de financiamento que tem um fluxo de caixa negativo.

<b>Demonstrativo de Fluxo de Caixa</b>		<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
EBITDA		91.5	85.8	85.8	85.8	86.5
Mudança no Capital de Giro		(0.4)	2.7	-	-	(0.4)
<b>Fluxo de Caixa Operacional</b>		<b>91.1</b>	<b>88.5</b>	<b>85.8</b>	<b>85.8</b>	<b>86.1</b>
Taxas		(22.6)	(20.4)	(21.4)	(21.6)	(22.5)
Despesas de Capital		(15.0)	(21.4)	(22.3)	(22.3)	(22.4)
	<i>% Receitas</i>	4.6%	6.7%	7.0%	7.0%	7.0%
<b>Fluxo de Caixa Operacional Livre</b>		<b>53.5</b>	<b>46.6</b>	<b>42.1</b>	<b>41.9</b>	<b>41.2</b>
	<i>Acumulado</i>	53.5	100.1	142.2	184.2	225.4
Economia com Impostos		4.7	11.6	11.5	11.4	11.2
<b>Fluxo de Caixa Livre Antes dos Serviços da Dívida</b>		<b>58.2</b>	<b>58.3</b>	<b>53.7</b>	<b>53.3</b>	<b>52.4</b>
Caixa Líquido - Resultados financeiros		(24.6)	(24.4)	(23.9)	(23.2)	(22.5)
<b>Fluxo de Caixa Livre</b>		<b>33.5</b>	<b>33.9</b>	<b>29.8</b>	<b>30.1</b>	<b>29.9</b>
	<i>Acumulado</i>	33.5	67.4	97.2	127.3	157.2
Patrimônio Líquido		-	-	-	-	-
Mezanino		-	-	-	-	-
Dívida Sênior A		-	(20.8)	(20.8)	(22.4)	(22.4)
Dívida Sênior B		-	-	-	-	-
Dívida Sênior C		-	-	-	-	-
Dívidas de Financiamento		-	(20.8)	(20.8)	(22.4)	(22.4)
<b>Financiamento Total</b>		<b>-</b>	<b>(20.8)</b>	<b>(20.8)</b>	<b>(22.4)</b>	<b>(22.4)</b>
<b>Mudanças no Caixa</b>		<b>33.5</b>	<b>13.1</b>	<b>9.0</b>	<b>7.7</b>	<b>7.5</b>
<b>Caixa no Final do Exercício</b>		<b>33.5</b>	<b>46.6</b>	<b>55.6</b>	<b>63.3</b>	<b>70.8</b>

**Tabela 8 – Simulação do Demonstrativo de Fluxo de Caixa do Grupo Terreal em 2003 e as previsões de 2004 a 2007**

**Fonte – Memorando de informação de Junho/2003 do Grupo Terreal**

No modelo apresentado, podemos destacar a dívida sênior que é a única não nula por apresentar uma forma de reembolso amortizável. É importante destacar que o modelo é feito em um período de dez anos, porém é muito raro que a empresa continue sob um LBO até que as dívidas alcancem a sua maturidade. O período médio da duração de uma operação de LBO é de 3 a 4 anos até que uma das quatro saídas apresentadas será tomada.

Em seguida temos uma tabela com os indicadores que servem de diretriz para os dirigentes. No momento que a operação de LBO inicia, os dirigentes têm por contrato a obrigação de respeitar esses indicadores. Podemos destacar abaixo o perfil de redução da alavancagem da empresa:

Ratios	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Dívida Sênior</b>					
Dívida Sênior / EBITDA	3.1x	2.9x	2.6x	2.2x	1.9x
<b>Dívida Total</b>					
Dívida Total / EBITDA	4.2x	4.1x	3.8x	3.5x	3.1x
<b>Cobertura dos juros</b>					
EBITDA / Total de Juros	2.6x	2.4x	2.5x	2.6x	2.8x
<b>Outros</b>					
DSCR	2.36x	1.29x	1.20x	1.17x	1.17x

**Tabela 9 – Simulação dos Indicadores do Grupo Terreal em 2003 e as previsões de 2004 a 2007**

**Fonte – Memorando de informação de Junho/2003 do Grupo Terreal**

#### **5.4.3. Resultado das operações de LBO**

Em Novembro de 2003, o Grupo Terreal que fazia parte do Grupo Saint-Gobain foi comprado por um consórcio formado por dois fundos de investimento em *Private Equity*: Carlyle e Eurazeo. A empresa detinha uma posição de líder em seus mercados, mais apresentava diversos pontos que poderiam ser melhorados com a finalidade de garantir um melhor desempenho operacional. A partir da operação de LBO, os dirigentes do Grupo Terreal aumentaram os investimentos em três elementos cruciais para o sucesso da operação: as reservas de terra e areia, o desempenho das usinas e a melhoria das funções de suporte do grupo.

No que diz respeito à matéria-prima, Terreal conseguiu melhorar consideravelmente a qualidade da extração da areia aumentando ainda mais as suas reservas.

Os dirigentes se preocuparam em implementar uma nova política de aquisição de reservas de areia para garantir uma boa substituição das reservas atuais.

Os dirigentes desenvolveram uma nova política de despesa de capitais para melhorar a produtividade das usinas através dos investimentos em manutenção e aumento da capacidade de produção. Paralelamente, os dirigentes implementaram uma política de *benchmarking* de usinas e operações com a finalidade de identificar e copiar as melhores práticas encontradas nas usinas. Essas ações resultaram em uma melhora considerável no desempenho das operações, reduzindo os custos de produção e aumentando a sua capacidade sem precisar comprar novos equipamentos.

Em relação às funções de suporte, o grupo pode evoluir em três aspectos fundamentais. Primeiramente, com o fim do controle do Grupo Saint-Gobain, o grupo pode renegociar muitos contratos de compra de matérias-primas reduzindo em EUR 1,0m. Em seguida, o grupo desenvolveu uma nova estrutura logística resultando em um melhora considerável na planificação da produção, dos estoques e dos gargalos, reduzindo o tempo de entrega e melhorando a sua precisão. Por último, o grupo implementou uma nova política de pesquisa e desenvolvimento evoluindo em quatro pontos cruciais: as matérias-primas, os produtos, os equipamentos e os processos. Dessa forma a empresa pode criar novos produtos com mais valor e com maiores margens para responder às novas tendências do mercado de materiais de construção.

Em Setembro de 2005, o Grupo Terreal foi comprado pelo fundo de investimento em *Private Equity* chamado LBO France. Embora o grupo tenha evoluído em pontos elementares como a extração das matérias-primas, a produção e as funções suporte, existia ainda a oportunidade de aumentar a sua rentabilidade graças ao crescimento externo (*build-up*).

Essa política de crescimento externo visava o crescimento em mercados de forte potencial de crescimento onde as pequenas e médias empresas não podiam suportar a complexidade ligada à publicidade, à logística e à necessidade crescente de investimentos em inovação, qualidade do produto e desempenho da produção. Abaixo podemos observar as aquisições feitas pelo grupo a partir da segunda operação de LBO:

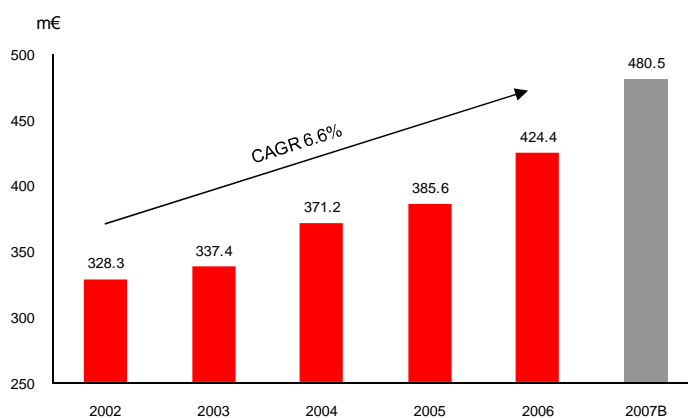
Região	Data	Empresa alvo	Descrição
França	2006	Lahera	Aquisição da sociedade Lahera, especialista em acessórios de telhado metálicos. Essa aquisição permitiu ao grupo passar de fonecedor de telhados de barro a fornecedor de soluções globais para o telhado.
Espanha	2006	Cabezon	Aquisição da empresa espanhola de tijolos Cabezón permitiu a empresa completar a oferta de faixadas.
Ásia	2006	Joint-Venture	Criação de uma <i>joint-venture</i> na Indonésia permitiu ao Grupo Terreal reforçar a sua posição na Ásia (especialmente Malásia e China) e acompanhar a evolução dos mercados em direção ao barro para substituir o concreto.

**Tabela 10 – Aquisições realizadas pelo Gupo Terreal a partir da segunda operação de LBO**

Fonte – Memorando de informação de Junho/2007 do Grupo Terreal

### 5.4.3.1. Receita

O crescimento da receita pode ser explicado pela nova política de inovação dos produtos implementada durante a primeira operação de LBO entre 2004 e 2005. A partir de 2006, o crescimento foi suportado pela política de crescimento externo e pela introdução de produtos mais caros na gama de produtos, ações adotadas durante a segunda operação de LBO.



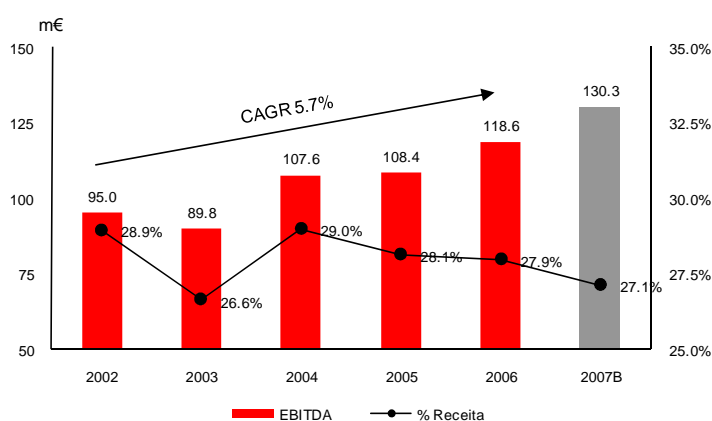
**Gráfico 14 – Evolução da receita do Grupo Terreal entre 2002 e 2007**

Fonte – Memorandos de informação de Junho/2003, Outubro/2005 e Junho/2007 do Grupo Terreal



### 5.4.3.2. EBITDA

A primeira operação de LBO conseguiu reduzir consideravelmente os custos ligados à produção com os esforços na melhoria do desempenho e da produtividade. Ao mesmo tempo, a redução dos custos de compra de matérias-primas favoreceu muito esse crescimento. A segunda operação de LBO também contribuiu muito a esse crescimento graças ao crescimento da receita do Grupo.

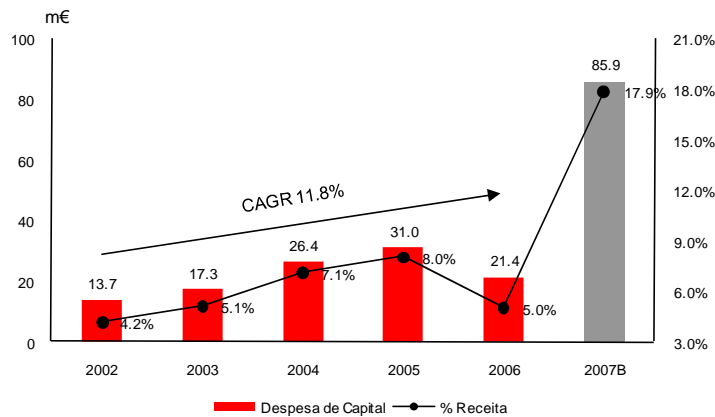


**Gráfico 15 – Evolução do EBITDA do Grupo Terreal entre 2002 e 2007**

Fonte – Memorandos de informação de Junho/2003, Outubro/2005 e Junho/2007 do Grupo Terreal

### 5.4.3.3. Despesa de Capital

A despesa de capital é igualmente um elemento muito importante para identificar os esforços realizados pelos gestores com a finalidade de adotar políticas visando a melhoria do desempenho e da produção. É importante notar que está previsto para o ano 2007 a utilização de EUR 85.9m de capital dos quais EUR 60.2m são destinados às despesas em projetos de crescimento externo.

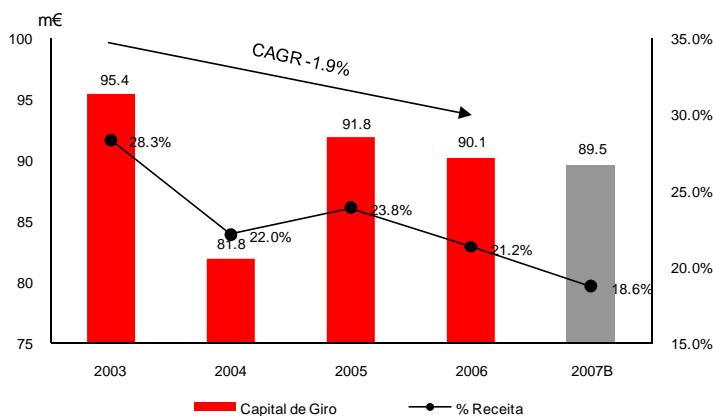


**Gráfico 16 – Evolução da Despesa de Capital do Grupo Terreal entre 2002 e 2007**

Fonte – Memorandos de informação de Junho/2003, Outubro/2005 e Junho/2007 do Grupo Terreal

#### 5.4.3.4. Capital de Giro

Outro elemento fundamental para a análise financeira da empresa é o capital de giro. É importante notar que para uma empresa em vias de crescimento, um capital de giro baixo é extremamente interessante visto que ela depende menos de seu próprio capital para financiar suas atividades. Para garantir a redução do capital de giro, os gestores fizeram um esforço muito grande na primeira operação de LBO visando uma melhor planificação da produção, de estoques e dos limites de capacidade (a informação de 2002 não estava disponível). Em 2004, o capital de giro foi impactado negativamente pelo aumento da dívida com os fornecedores devido à renegociação de diversos contratos, fato que foi normalizado em 2005.

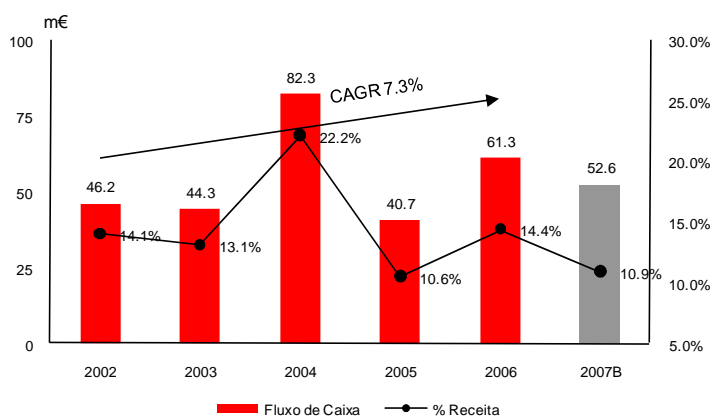


**Gráfico 17 – Evolução do Capital de Giro do Grupo Terreal entre 2002 e 2007**

Fonte – Memorandos de informação de Junho/2003, Outubro/2005 e Junho/2007 do Grupo Terreal

#### 5.4.3.5. Fluxo de Caixa

Finalmente o último elemento a ser analisado é o fluxo de caixa da empresa. É importante notar que o fluxo de caixa não foi muito afetado pelas operações de LBO porque os juros da dívida contraída compensam o crescimento de EBITDA. Em 2004, o fluxo de caixa foi impactado positivamente pelo aumento da dívida com os fornecedores, fato que foi normalizado em 2005.



**Gráfico 18 – Evolução do Fluxo de Caixa do Grupo Terreal entre 2002 e 2007**

Fonte – Memorandos de informação de Junho/2003, Outubro/2005 e Junho/2007 do Grupo Terreal

## 6. CONCLUSÃO

Este trabalho é um exemplo de como funciona uma operação de LBO. Por envolver uma quantia relativamente grande de dinheiro e por ser muito arriscada, os investidores promovem uma análise detalhada da empresa, desde sua realidade financeira até o ambiente no qual ela está inserida resultando numa baixa quantidade de falhas nesse tipo de operação.

O objetivo principal desse trabalho era de provar que o financiamento do tipo LBO pode gerar muito valor para a empresa e para tal, analisamos o caso do Grupo Terreal, uma empresa francesa produtora de material de construção. Esse grupo possui mecanismos eficientes para gerir seus negócios, promover o seu crescimento e gerar valor para seus acionistas.

A análise estratégica permitiu mostrar que a empresa possui uma posição relativamente confortável no ambiente no qual realiza suas atividades e que existem ainda muitas oportunidades de crescimento. A análise financeira nos comprovou que a situação econômica da empresa era estável limitando assim o risco desse tipo de operação.

Após termos analisado em profundidade o funcionamento de um investimento de *Private Equity* e sua influência sobre a empresa, podemos concluir que esse tipo de financiamento é altamente criador de valor e podemos destacar três pontos principais que garantem o sucesso desse tipo de operação. Primeiramente, o peso da dívida sobre a empresa obriga os dirigentes e investidores a tomar iniciativas que favoreçam diretamente a criação de valor garantindo assim o cumprimento das obrigações impostas pelo endividamento. Em segundo lugar, as medidas de incitação propostas pelos investidores garantem um alinhamento total entre seus interesses e dos dirigentes garantindo assim uma harmonia maior no processo de tomada de decisão. Finalmente, o controle exercido pelos investidores e pelos bancos financiadores garante a instalação de uma gestão mais sana e altamente direcionada para a criação de valor para a empresa.

## LISTA DE REFERÊNCIAS

ARMSTRONG, J. S. **Don't do SWOT: A Note on Marketing Planning**. 2004. Disponível em < <http://manyworlds.com/exploreco.aspx?coid=CO85041445304> >. Acesso em: 20 ago. 2008.

ASSOCIATION FRANÇAISE DES INVESTISSEURS EM CAPITAL. França <[www.afic.asso.fr](http://www.afic.asso.fr)>. Acesso em 01 ago. 2008.

BEDOS, J. L. **Le Guide LBO**. Option Finance. 2008.

CHEW, W; MILLER, S. **A Guide to the Loan Market**. Nova Iorque – EUA. 2007 Disponível em < [www.lcdcomps.com](http://www.lcdcomps.com) >. Acesso em 01 ago. 2008.

DAMODARAM, Aswath. **Finanças Corporativas Aplicadas**. Porto Alegre: Editora Bookman, 2002.

ERNST & YOUNG. **How do private equity investors create value ? A global study of 2007 exists**. Londres – Reino Unido. 2008. Disponível em <[www.ey.com](http://www.ey.com)>. Acesso em : 01 ago. 2008.

EUROPEAN CENTRAL BANK. **Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU**. Frankfurt am Main – Alemanha. 2007. Disponível em <[www.ecb.int](http://www.ecb.int)>. Acesso em 01 ago. 2008.

EUROPEAN CENTRAL BANK. **Leveraged buyouts and financial stability**. Frankfurt am Main – Alemanha. 2007. Disponível em <[www.ecb.int](http://www.ecb.int)>. Acesso em 01 ago. 2008.

FIRST CALL. Estados Unidos da América. <[www.firstcall.com](http://www.firstcall.com)>. Acesso em 01 ago. 2008.

GLACHANT, J. ; LORENZI, J. H. ; TRAINAR, P. **Private equity et capitalisme français**. Paris – França . 2008. Disponível em <[www.cae.gouv.fr](http://www.cae.gouv.fr)>. Acesso em 01 ago. 2008.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD BOARD. Estados Unidos da América. <[www.iasb.org](http://www.iasb.org)>. Acesso em 14 nov. 2008.

PORTER, Michael E. **Estratégia Competitiva: Técnicas para Análise de Indústrias e da Concorrência**. 7. Ed. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1991

REUTERS LPC LOANCONNECTOR. França. <[www.loanconnector.com](http://www.loanconnector.com)> Acesso em 01 ago. 2008.

ROZEN, A. **SWOT ANALYSIS**. Champs-sur-Marne – França, *Ecole Nationales des Ponts et Chaussées*, 2005. 20p. Notas de aula do curso *Strategy*.

STANDARD & POOR'S LCDCOMPS. França. <[www.lcdcomps.com](http://www.lcdcomps.com)> Acesso em 01 ago. 2008.

TONINI, A. C. ; SPINOLA, M. M.; LAURINDO, F. J. B. **A ANÁLISE SWOT: UMA NOVA PERSPECTIVA PARA A APLICAÇÃO DO SEIS SIGMA NO DESENVOLVIMENTO DE SOFTWARE**. Foz do Iguaçu, 2007. XXVII Encontro Nacional de Engenharia de Produção. Disponível em <[http://www.abepro.org.br/biblioteca/ENEGEP2007\\_TR640475\\_9247.pdf](http://www.abepro.org.br/biblioteca/ENEGEP2007_TR640475_9247.pdf)> . Acesso em: 19 ago. 2008

VERNIMMEN, P. **Finance d'Enterprise**. Paris. Editions Dalloz. 2002.

VERNIMMEN. França. <[www.vernimmen.com](http://www.vernimmen.com)> Acesso em 01 ago. 2008.

## APÊNDICE A – Estrutura de dívida implementada na primeira operação de LBO do Grupo Terreal em Novembro de 2003

Recursos	(EURm)	LMT EBITDA* Múltiplo	% do Total de Recursos	Emprego	(EURm)	LMT EBITDA* Múltiplo	% do Total de Emprego
Dívida Sênior - Fatia A	150.0	1.7x	26.6%	Preço Total de Compra	240.0	2.7x	42.5%
Dívida Sênior - Fatia B	80.0	0.9x	14.2%	Refinanciamento da Dívida	240.0	2.7x	42.5%
Dívida Sênior - Fatia C	80.0	0.9x	14.2%	Custo da Transação	14.4	0.2x	2.6%
<b>Dívida Sênior</b>	<b>310.0</b>	<b>3.5x</b>	<b>54.9%</b>	Varição de Tesouraria	70.0	0.8x	12.4%
Dívida Mezanino	75.0	0.8x	13.3%				
<b>Dívida Total</b>	<b>385.0</b>	<b>4.3x</b>	<b>68.2%</b>				
Capital Próprio	179.4	2.0x	31.8%				
<b>Total de Recursos</b>	<b>564.4</b>	<b>6.3x</b>	<b>100.0%</b>	<b>Total de Emprego</b>	<b>564.4</b>	<b>6.3x</b>	<b>100.0%</b>

\* LMT EBITDA corresponde aos 12 últimos anos de 2003. EUR 89.8m

Tabela 11 – Estrutura de dívida da operação de LBO do Grupo Terreal de Novembro de 2003

Fonte – Memorandos de informação de Junho/2004 do Grupo Terreal

## APÊNDICE B – Estrutura de dívida implementada na segunda operação de LBO do Grupo Terreal em Setembro de 2005

Recursos	(EURm)	LMT EBITDA* Múltiplo	% do Total de Recursos	Emprego	(EURm)	LMT EBITDA* Múltiplo	% do Total de Emprego
Dívida Sênior - Fatia A	160.0	1.4x	28.3%	Preço Total de Compra	522.9	4.6x	92.6%
Dívida Sênior - Fatia B	115.0	1.0x	20.4%	Refinanciamento da Dívida	336.2	3.0x	59.6%
Dívida Sênior - Fatia C	115.0	1.0x	20.4%	Custo da Transação	35.0	0.3x	6.2%
Dívida Subordinada	105.0	0.9x	18.6%	Over-funding	0.9	0.0x	0.2%
<b>Dívida Sênior</b>	<b>495.0</b>	<b>4.4x</b>	<b>87.7%</b>				
Dívida Mezanino	170.0	1.5x	30.1%				
<b>Dívida Total</b>	<b>665.0</b>	<b>5.9x</b>	<b>117.8%</b>				
Capital Próprio	230.0	2.0x	40.8%				
<b>Total de Recursos</b>	<b>895.0</b>	<b>7.9x</b>	<b>158.6%</b>	<b>Total de Emprego</b>	<b>895.0</b>	<b>7.9x</b>	<b>158.6%</b>

\* LMT EBITDA corresponde aos 12 últimos anos de 2005. EUR 112.6m

Tabela 12 – Estrutura de dívida da operação de LBO do Grupo Terreal de Setembro de 2005

Fonte – Memorandos de informação de Outubro/2005 do Grupo Terreal