

MAURÍCIO GEOFFROY

**SISTEMATIZAÇÃO DE PROJETOS DE FUSÃO E AQUISIÇÃO
DE LABORATÓRIOS MÉDICOS**

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

São Paulo
2006

MAURÍCIO GEOFFROY

**SISTEMATIZAÇÃO DE PROJETOS DE FUSÃO E AQUISIÇÃO
DE LABORATÓRIOS MÉDICOS**

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

Orientador: Prof. Fausto Mascia

São Paulo
2006

FICHA CATALOGRÁFICA

Geoffroy, Mauricio

Sistematização de projetos de fusão e aquisição de laboratórios médicos / M. Geoffroy. -- São Paulo, 2006.
p.

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

**1.Administração de projetos 2.Consolidação e fusão de empresas 3.Laboratórios médicos I.Universidade de São Paulo.
Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção
II.t.**

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho a todas as pessoas que sempre estiveram do meu lado me apoiando: minha família, meus amigos e minha namorada.

AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Fausto pela orientação e amizade ao longo da realização do trabalho.

Aos meus queridos pais Renato e Lílian, irmão Eduardo e avó Yolanda que sempre me apoiaram em todas as decisões de minha vida. São pessoas muito especiais!!

A minha maravilhosa namorada Flávia, meu eterno amor e gratidão por tanto carinho e respeito.

Um agradecimento especial também à empresa em que estagio por fornecer-me todos os dados requeridos e por ter permitido a execução do projeto baseando-se em uma relação de confiança mútua que foi estabelecida em tão pouco tempo. Mesmo com a preocupação de manter o sigilo das informações e de usar aquelas que não prejudicassem de forma alguma a empresa, não houve qualquer prejuízo ao resultado do trabalho final.

RESUMO

Fusões e aquisições (F&A) são termos de grande importância para a economia mundial. Executivos e acionistas freqüentemente se fascinam pelas oportunidades geradas por estas transações, principalmente nos últimos anos em que houve um reaquecimento deste mercado que está de volta aos seus níveis recordes. Este tema possui vários pontos constantemente discutidos nas bibliografias relacionadas, entretanto uma questão que costuma ter menor ênfase, mas que é extremamente importante, é o estudo das etapas que compõem os projetos desta categoria. Aliar a condução destes projetos de fusões e aquisições, seguindo um fluxo detalhado, com a expertise dos analistas e executivos que trabalham neste ramo está fortemente ligado a maiores possibilidades de se atingir bons resultados para o cliente. Por se tratar de uma transação de grande impacto para as empresas envolvidas e para o mercado, ter os processos constituintes do projeto bem definidos e estruturados aumentam a confiança das partes quanto ao negócio e quanto ao modo como a operação será divulgada ao mercado. Esta segurança é extremamente importante uma vez que colabora para que o negócio seja interpretado e avaliado positivamente pelos analistas de mercado aumentando a possibilidade de se obter valor agregado com a transação. A proposta de se estabelecer diretrizes para a execução de projetos de F&A é reforçada pelo argumento de Heráclito, que diz que “Nada existe de permanente a não ser a mudança”. A criação deste trabalho inovador permitirá à empresa em que o autor estagia melhorar e agilizar o desenvolvimento de seus projetos, podendo criar impactos altamente positivos nos fechamentos de futuras negociações, além de aumentar a visibilidade quanto ao serviço prestado. As possíveis contribuições não se restringem a este objetivo principal mas também incluem servir como guia de estudos para os que iniciam seus trabalhos na área de Fusões e Aquisições (F&A), disseminar o conhecimento dos mais experientes para que haja progressão na qualidade dos serviços, dentre outras. A obra inicia com uma análise bibliográfica sobre o assunto, seguida pela apresentação da empresa e do projeto desenvolvido destacando as etapas que os compõem. Finalmente, são apresentados os resultados, mudanças e suas contribuições e ainda as conclusões obtidas com base no estudo.

Palavras-chave: Sistematização. Projeto. Fusão e Aquisição. Laboratório médico.

ABSTRACT

Mergers and Acquisitions (M&A) are terms of great importance for the world economy. Executives and shareholders are often fascinated by the opportunities generated by these transactions, especially over the past few years in which there has been a comeback of this market at record levels. This topic has various frequently discussed issues in the related bibliographies. However, an issue that gets less attention but is extremely important is the study of the stages that are part of this category. Combining the conduction of these mergers and acquisitions projects by following a detailed workflow with the expertise of the analysts and executives that work in this area is strongly related to greater chances of achieving good results for the customer. Because this transaction causes a major impact on the involved organizations and on the marketplace, having the project's processes well defined and structured increases the confidence of the parts when it comes to the business and the way that the operation is announced to the market. This assurance is extremely important once it helps the business to be interpreted and evaluated positively by market analysts, thus increasing the possibility of gaining added value through the transaction. The proposal for establishing guidelines for the execution of M&A projects is strengthened by Heraclitus' argument, which says that "Change alone is unchanging". The creation of this innovative work will allow the company in which the author works to improve and speed up the development of his projects, generate highly positive impacts on future negotiations, and increase visibility regarding the provided service. The possible contributions are not restricted to this main objective but also include serving as a study guide for those who start their work in the area of Mergers and Acquisitions (M&A), disseminating knowledge from the more experienced professionals so that there is improvement in the quality of the services, among others. The work starts with a bibliographical analysis on the subject, followed by the presentation of the company and the developed project, highlighting its comprising stages. Finally, the results are presented, along with the changes and their contributions, followed by the conclusions achieved through the study.

Key words: Guidelines Project. Mergers and Acquisitions. Medical Laboratories.

LISTA DE FIGURAS

Figuras 1.1 e 1.2 – Os movimentos de F&A pelo mundo em volume e em número de transações, da esquerda para direita (Fonte: Valor Econômico, 04/08/2006).....	18
Figura 1.3 – Equipe responsável pelos projetos do departamento em que o autor trabalha.	21
Figuras 2.1 e 2.2 – Valor e número de transações de F&A nos continentes, para 2004 e 2005. Fontes: Thomson Financial e Deloitte, relatório sobre F&A	38
Figura 2.3 – Evolução anual do número de transações concluídas no Brasil (1994 – 2005). Fonte: KPMG, 4º trimestre de 2005.	40
Figura 2.4 – Avaliação de empresa pelo DCF.....	52
Figura 4.1 – Modelo de Porter pela estrutura setorial.	74
Figura 4.2 – Mix de exames dos laboratórios de análises clínicas do país. Fonte: Cavalcanti (2006).	83
Figura 4.3 – Participação dos continentes no total de receitas geradas pelo setor. Fonte: Frost & Sullivan, maio/2005.	89
Figura 4.4 – Tendências do mercado e da tecnologia.....	90
Figura 4.5 – Gráfico de Controle para os dados obtidos na pesquisa inicial.....	101
Figura 5.1 – Etapas de um projeto de F&A, elaborado pelo autor.....	113

LISTA DE TABELAS

Tabela 2.1 – Distribuição das F&A entre os continentes, em valor e número de transações, para 2004 e 2005. Fontes: Thomson Financial e Deloitte, relatório sobre F&A.....	38
Tabela 2.2 – Evolução por setores de 1994 a jul/2006. Fonte: KPMG, relatório 2º semestre/2006.....	41
Tabela 2.3 – DRE: partindo da receita bruta até o lucro operacional.....	54
Tabela 2.4 – Fluxo de caixa livre.....	54
Tabela 4.1 – Análise da demandas e dos impactos pelo atendimento das demandas. Fonte: Ministério da Saúde.....	81
Tabela 4.2 – Total de informações obtidas no Thomson Banker (26/07/2006).....	100
Tabela 4.3 – Análise dos múltiplos obtidos através da pesquisa inicial. Fonte: Thomson Banker, 26/07/2006.....	100
Tabela 4.4 – Análise das transações de caráter estratégico. Fonte: Thomson Banker, 26/07/2006.....	102
Tabela 4.5 - Análise das transações de finalidade de investimento. Fonte: Thomson Banker, 26/07/2006.....	102
Tabela 4.6 – Cálculo do valor da empresa seguindo descrição da seção 3.5. Fonte: Bloomberg, 30/10/2006.....	103
Tabela 4.7 – Cálculo dos múltiplos das empresas comparáveis. Fonte: Bloomberg, 30/10/2006.	103
Tabela 4.8 – Múltiplos projetados das empresas comparáveis. Fonte: Credit Suisse, 16/05/2006.	104
Tabela 4.9 – Transações realizadas pelo maior consolidador da América Latina. Fonte: web site DASA, 26/10/2006.	109
Tabela 5.1 – Contribuições do autor para cada etapa. Elaborado pelo autor.	113
Tabela 5.2 – Matriz de Competências (ou Matriz de Responsabilidades), elaborado pelo autor.	114

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABVCap – Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*

ANS – Agência Nacional de Saúde Suplementar

APIMEC – Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais

BM&F – Bolsa de Mercadorias e Futuros

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

BP – Balanço patrimonial

CAGR – Compound annual growth rate

CAPM – *Capital assets pricing model*

C.E.O – *chief executive officer* (presidente de empresa)

CPMF – Contribuição provisória sobre movimentação financeira

DASA – Diagnósticos da América S.A.

DCF – Fluxo de caixa descontado (do inglês, *Discounted Cash Flow*)

DFC – Demonstração de fluxo de caixa

DRE – Demonstração do resultado do exercício

EBITDA – Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (LAJIDA)

EV – Valor do Ativo (*Equity Value*)

EVA – *Economic value added*

F&A – fusões e aquisições (em inglês, M&A – *Mergers and Acquisitions*)

FCF – Fluxo de caixa livre (do inglês, *Free Cash Flow*)

FCLA – Fluxo de caixa livre para os acionistas

FCLE – Fluxo de caixa livre para a empresa

FV – Valor da empresa, incluindo suas dívidas (*Firm Value*)

IBD – Investimento brasileiro direto

IED – Investimento estrangeiro direto

IGPM – Índice geral de preços de mercado

INMETRO – Instituto Nacional de Metrologia, Normatização e Qualidade Industrial

IPCA – Índice de preços ao consumidor amplo (inflação nacional)

Market Cap – Valor de mercado da empresa (*Market Capitalisation*)

MVA – *Market value added*

PALC – Programa de Acreditação de Laboratórios Clínicos

PIB – Produto interno bruto

PwC – *Price Waterhouse Coopers* (empresa de consultoria)

SUS – Sistema Único de Saúde (rede pública de saúde)

TJLP – Taxa de juros de longo prazo

VPL – Valor presente líquido

WACC – Custo de capital (*Weighted average cost of capital*)

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	16
1.1.	O estágio e a colaboração para elaboração do trabalho.....	19
1.1.1	Conhecendo melhor a empresa.....	20
1.2	Proposta e Objetivo do trabalho	23
1.3	A Estrutura do trabalho.....	25
2	REFERENCIAL TEÓRICO	26
2.1	Conceituando Fusões, Aquisições e outros termos relacionados	26
2.1.1	Motivos relacionados às F&A	29
2.1.2	Bancos de Investimento e sua importância	31
2.1.3	Regulamentação para F&A	32
2.1.4	Classificação das fusões	33
2.1.5	Outros conceitos	34
2.2	Importância das F&A para a economia	36
2.2.1	Cenário de F&A no mundo	37
2.2.2	Cenário de F&A no Brasil.....	38
2.2.2.1	Fusões e aquisições na década de 90.....	41
2.2.3	Tipos de aquisições: Estratégicas x Financeiras.....	42
2.3	Etapas que envolvem um projeto de F&A.....	43
2.4	Análise Setorial	44
2.5	Avaliação econômico-financeira	46
2.5.1	A importância do desenvolvimento de bons modelos de avaliação	46
2.5.2	A avaliação de empresas em países emergentes e desenvolvidos	48
2.5.3	O conceito de valor.....	48
2.6	Modelos de Avaliação	50

2.6.1	Método dos Múltiplos.....	50
2.6.2	Método do Fluxo de Caixa Descontado (DCF)	51
2.6.2.1	Projeção do fluxo de caixa operacional livre	53
2.6.2.2	Custo de Capital e Taxa de desconto.....	55
2.6.2.3	Valor residual	59
2.6.2.4	Valor da empresa.....	60
2.6.3	Empresas de capital aberto	61
2.6.4	Riscos da avaliação.....	62
3	METODOLOGIA.....	63
3.1	O modelo para condução das etapas relacionadas aos projetos.....	64
3.2	A Análise Setorial.....	64
3.3	O modelo econômico-financeiro	67
3.4	Análise por múltiplos de transação.....	68
3.5	Análise por múltiplos de mercado	69
3.6	Criação de padrões para documentos e contratos	69
4	O ESTUDO DE CASO.....	72
4.1	A transação proposta	73
4.2	Análise Setorial	73
4.2.1	As atividades importantes.....	73
4.2.2	Análise pela estrutura setorial (Modelo Porter).....	74
4.2.3	Sistema brasileiro de saúde	76
4.2.3.1	Sistema público	76
4.2.3.2	Sistema privado	77
4.2.4	Setor brasileiro de diagnósticos médicos	78
4.2.4.1	Características do setor.....	79

4.2.4.2 Comparação entre o mercado de serviços de diagnóstico brasileiro, europeu e norte-americano	81
4.2.4.3 Cenário atual do mercado de laboratórios de análises clínicas no Brasil.....	82
4.2.4.3.1 Principais <i>players</i> no mercado nacional	83
4.2.5 O setor de diagnósticos no mundo.....	88
4.2.5.1 Principais players no mundo	90
4.2.6 Importância dos processos de F&A para laboratórios de análises clínicas	91
4.2.7 Motivos para se investir no Brasil	93
4.3 Avaliação econômico-financeira	94
4.3.1 Avaliação econômico-financeira da empresa Cliente	95
4.4 Pesquisa de múltiplos de transações.....	99
4.4.1 Características da pesquisa	100
4.4.2 Análise estatística pelos gráficos de controle	101
4.5 Pesquisa de múltiplos de mercado.....	103
4.6 Busca por investidores.....	104
4.6.1 Cenário atual para <i>private equity</i> e <i>venture capital</i>	105
4.6.2 O cenário do mercado de capitais	107
4.7 Negociações.....	108
4.7.1 Estratégias de negociação	109
4.8 Cuidados no processo pós-fusão	110
5. RESULTADOS E DISCUSSÕES	112
5.1 Contribuições.....	112
6 CONCLUSÃO.....	115
REFERÊNCIAS	117
ANEXO A – Listagem das maiores operações dentre 1990-1999.....	119
ANEXO A.1 – Listagem para período de 2000 a 2006.....	120

ANEXO B – Planilhas do Modelo de avaliação econômico-financeira	122
ANEXO C – Levantamento de informações sobre as empresas comparáveis	134

1 INTRODUÇÃO

Várias etapas compõem um projeto de fusões e aquisições (F&A). Desde o primeiro contato com o cliente, interessado na venda de sua empresa ou na compra de uma outra organização, até o fechamento do negócio há alguns passos que a empresa responsável por conduzir o processo deve seguir. Fazem parte, sobretudo, de uma execução completa de um processo de fusões e aquisições uma análise setorial detalhada e uma avaliação econômico-financeira muito criteriosa.

Segundo definições encontradas no dicionário on-line Priberam, avaliar significa determinar a valia ou valor de alguma coisa. Estimar significa determinar, por cálculo ou avaliação, o preço, o valor ou valia de uma determinada coisa. Avaliação ou estimativa tem, portanto, o mesmo significado na determinação do valor.

Assim, avaliação econômica, diferentemente do que parece, não é a fixação concreta de um preço ou valor específico para um bem, mas é uma estimativa de base, ou seja, uma tentativa de estabelecer, dentro de uma faixa, um valor referencial de tendência, em torno do qual atuarão as forças de mercado. É um ponto de referência muito importante para a análise e compreensão das diversas forças que movimentam ou motivam os indivíduos, em economias livres e eficientes, nas suas relações de troca.

Em análise de fusões e aquisições de empresas, a avaliação desempenha um papel fundamental. A empresa ou indivíduo que faz a aquisição tem que estabelecer um valor justo para a empresa-alvo antes de apresentar uma proposta e a mesma tem que determinar um valor razoável para si própria antes de tomar qualquer decisão sobre a proposta.

Sabe-se que a palavra valor tem diferentes significados para cada pessoa e cada objetivo. Em algumas situações, a definição de valor é legalmente imposta, em outras, é função das necessidades das partes envolvidas.

A definição de valor, normalmente, reflete uma premissa assumida pelo comprador ou vendedor em uma transação de venda hipotética ou real, com relação a ativos,

propriedades ou interesse do negócio sujeito a avaliação. Com freqüência ela leva a definição do método de avaliação, bem como, a que fator deve ser ou não considerado na avaliação.

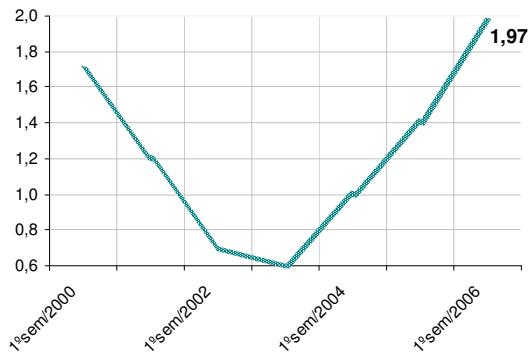
Para se ter uma idéia da importância deste tema nos últimos anos, é comum encontrar notícias a respeito do reaquecimento das transações do tipo fusão e aquisição no mercado doméstico e no mercado externo. O movimento de f&a no mundo está de volta aos níveis recordes registrados no ano 2000, ou antes do estouro da bolha da internet e dos atentados de 11 de setembro contra os EUA em 2001. O Brasil não é uma exceção no cenário mundial e também registra uma forte retomada nas aquisições. Segundo estudos realizados pela KPMG Corporate Finance e Price Waterhouse Coopers (PwC) ambos em jul./2006 sobre o assunto, o número de transações fechadas no mercado brasileiro no primeiro semestre - 170 ao todo - foi 35% maior se comparado à soma de negócios realizados em igual período de 2005. A compra do Banco Pactual pelo banco suíço UBS, do Bank Boston pelo Itaú e da Quinsa pela Ambev foram as maiores transações do primeiro semestre de 2006.

Ainda de acordo com os estudos, no mundo foram anunciadas 16,3 mil operações no primeiro semestre de 2006, que movimentaram US\$ 1,96 trilhões. Em volume, o total de negócios cresceu 14% em relação à primeira metade de 2005. No entanto, se considerados os valores transacionados, a cifra foi 37% superior, o que mostra que também cresceram os negócios envolvendo empresas de grande porte. As figuras 1.2 e 1.3 retratam este crescimento. Segundo estimativa da KPMG, em face dos resultados, os valores movimentados em todo o ano de 2006 irão superar o recorde de US\$ 3,3 trilhões alcançado no ano 2000.

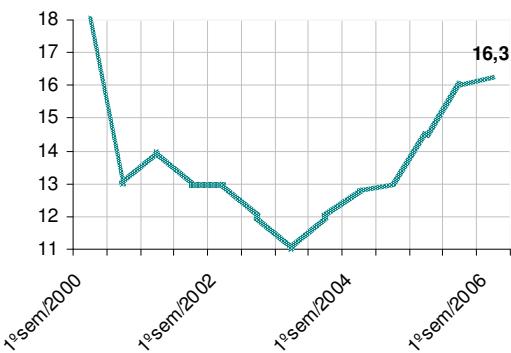
Atualmente, com o mercado mais maduro segundo maior parte dos analistas, entre os vários fatores que estão impulsionando as fusões e aquisições no mundo estão: o crescimento da demanda chinesa, o que aqueceu principalmente os mercados de commodities; a consolidação do processo de globalização das empresas e a recuperação de economias emergentes como a Rússia e o próprio Brasil.

Valor das Operações

Em US\$ trilhões

**Número de transações**

Em mil



Figuras 1.1 e 1.2 – Os movimentos de F&A pelo mundo em volume e em número de transações, da esquerda para direita (Fonte: Valor Econômico, 04/08/2006).

O caso estudado neste trabalho é uma análise dos processos que envolveram um projeto de F&A de uma empresa Cliente do ramo de laboratórios que tinha interesse de venda para uma empresa Adquirente altamente consolidada no setor. A empresa onde o autor estagia, empresa Estágio, tem a responsabilidade de intermediar (agir como um *advisory*¹) na referida transação.

A empresa Adquirente se constitui como um grupo em amplo crescimento, sobretudo via aquisições, mas também com crescimento orgânico. Trata-se de uma organização com capital em bolsa que possui o desejo pela empresa Cliente uma vez que decidiu entrar no mercado do Estado em que esta é líder. A empresa Cliente está interessada em ser vendida já que sua administração está passando por um processo de transferência de gerações e o presidente atual, seu fundador, está receoso de enfrentar a crescente concorrência que está sendo aberta na sua principal região de atuação.

Após algumas experiências profissionais, a destacar a atuação durante dois anos em um dos maiores bancos de varejo do mundo, desde o início do ano o autor está trabalhando no ramo de F&A em uma empresa nacional com elevado crescimento, inclusive neste setor. O trabalho apresentará as etapas que envolvem os projetos de F&A sob a óptica da empresa Estágio, ou seja, de um Banco de Investimentos.

¹ *Advisory*: uma equipe capaz de fornecer boas sugestões agindo como intermediador nas negociações. Agem conforme um banco de investimento.

1.1. O estágio e a colaboração para elaboração do trabalho

Com a mudança de empresa no início deste ano, saindo de um Banco para uma gestora de recursos (em inglês, *asset management*), corretora e *Private Banking*², uma vez que estava iniciando atividades em uma área de grande interesse (F&A), procurei encontrar algo que fosse interessante e que ao mesmo tempo se relacionasse aos conhecimentos adquiridos ao longo dos cinco anos, ainda incompletos, do curso de Engenharia de Produção.

Em pouco tempo de trabalho neste novo desafio, pude perceber o quanto a área era deficitária em termos de processos padrões que serviriam de guia para desenvolvimento de cada novo projeto. Na ocasião, o Advisory, forma como será tratado o departamento em que o autor atua na empresa Estágio, estava iniciando um importante projeto no setor de laboratórios e devido a esta carência, surgiram algumas dificuldades iniciais que contribuíram para um retardamento do cumprimento das etapas do projeto dentro dos prazos previstos.

Apesar do curto período de experiência efetivamente nesta área, o fato de já estar trabalhando no mercado financeiro há mais de dois anos e de ter um grande interesse pelo tema em estudo permitiram ao autor um rápido acompanhamento das novas atividades e, consequentemente, a elaboração do seu trabalho de conclusão com muitas informações interessantes, abordando muitos conceitos aprendidos durante o curso de engenharia.

O tema aborda as principais etapas que compõem um projeto de F&A de forma detalhada e seguindo um fluxo proposto pelo autor de maneira a criar uma sistematização do processo, atualmente inexistente. Para tanto, o autor irá expor o desenvolvimento de um projeto modelo que se trata de uma transação ainda em negociação entre laboratórios médicos e no qual fica clara a contribuição do autor.

²*Private Banking*: segmento de gestão de patrimônio de terceiros de forma personalizada, normalmente envolvendo grandes fortunas.

1.1.1 Conhecendo melhor a empresa

A empresa é uma instituição financeira que atua no mercado brasileiro desde 1981 e tornou-se uma referência em prestação de serviços com destaque sobretudo na gestão de recursos e *private banking*. Administrando um volume superior a R\$ 14 bilhões atualmente através de fundos de investimentos, carteiras administradas e operações estruturadas, a empresa foi apontada por clientes e pela mídia especializada como a instituição mais focada em atender clientes *private* no Brasil.

Constituída sob a forma de *partnership*, a empresa conta com um total de 50 sócios, e tem como filosofia a busca da excelência na prestação de serviços financeiros e no atendimento a clientes. Os serviços oferecidos incluem Assessoria de Investimentos, Gestão de Recursos, Corretora de Valores e *Corporate Advisory*, área esta em que o trabalho será desenvolvido.

A equipe de *Advisory* da empresa conta atualmente com quatro pessoas: o sócio-responsável (gestor da área), dois analistas de F&A e um estagiário analista financeiro, o autor. O foco da equipe é prestar Assessoria Financeira e Estratégica para grupos empresariais brasileiros em situações em que a expertise de um especialista é fundamental para o atingimento dos resultados desejados, tais como:

- transações de F&A e *joint ventures* (conceitos a serem melhor apresentados posteriormente na seção 2.1);
- avaliação econômico-financeira;
- consultoria em determinados projetos;
- análise de viabilidade de projetos; e
- desenvolvimento de plano de negócios (busca de *funding*³ de longo prazo para projetos de investimentos).

³Funding: levantamento de capital.

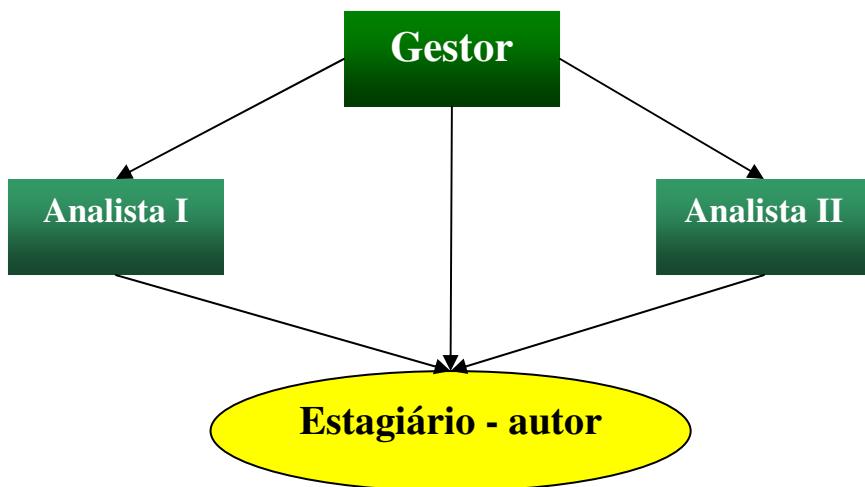


Figura 1.3 – Equipe responsável pelos projetos do departamento em que o autor trabalha.

O estagiário tem como funções dar suporte aos demais integrantes da equipe, porém se reporta diretamente ao sócio responsável pela área. Ele é o único que participa de todos os projetos uma vez que presta auxílio a cada um dos analistas em cada projeto que este seja responsável, além de realizar para o gestor algumas atividades que forem demandadas. O autor atua como um analista financeiro assim como os outros dois e, portanto, tem como tarefas principais o desenvolvimento do modelo de avaliação, de apresentação para investidores assim como a realização de pesquisas para mapeamento do setor da empresa Cliente, ou seja, desenvolvimento de uma visão sistêmica dos seus clientes.

O gestor (sócio responsável pelo setor) é o encarregado da visão sistêmica da transação em cada projeto, supervisão geral do projeto e ainda pela coordenação da relação com os acionistas. É ainda o condutor das negociações. No projeto tem as mesmas responsabilidades do seu dia-a-dia de trabalho: supervisão das atividades executadas por sua equipe.

Cada analista é responsável por uma parte dos projetos em andamento. Estes são distribuídos inicialmente de acordo com a disponibilidade de cada um. Atualmente cada um conta com 4 projetos, totalizando 8 projetos de *Advisory*. No projeto, cada analista é responsável pela supervisão do trabalho do autor assim como pela garantia de qualidade da coleta de informações.

Em razão do teor sigiloso de algumas informações a serem utilizadas neste trabalho e da obrigatoriedade de ser mantido rigoroso controle dos dados sobre o projeto, somente os participantes têm conhecimento sobre a realização do projeto. Este fato auxilia na explicação da ausência de interação com outros departamentos da organização. Vale ressaltar que, na prática, há uma parceria entre o departamento que o autor estagia e a área comercial da empresa. A maior parte dos projetos são originados pelos *officers* da área de *private banking*.

O enfoque deste trabalho será dado somente à compra/venda (fusão ou aquisição) de empresas. Logo os outros serviços não serão mais mencionados ao longo do desenvolvimento do projeto.

O caso que será apresentado a seguir, utilizado como base para o desenvolvimento do trabalho, contou com a participação de um dos analistas, do sócio responsável e do autor. Os demais projetos que ocorreram em paralelo ao em estudo, apesar de não serem citados foram de grande contribuição para que o autor formasse uma base de conhecimento sobre o assunto.

Ao longo do trabalho será apresentado um resumo do fluxo do processo de venda da empresa Cliente, sob a visão de quem está conduzindo a transação.

A fase inicial consistiu no fechamento de contrato de prestação de serviço para que, em seguida, pudesse começar a coleta das primeiras informações a respeito do Cliente, tanto financeiras quanto operacionais. Desta fase o autor não participou uma vez que ainda não estava na empresa. Esta etapa se deu por meio de entrevistas com os principais gerentes e diretores e visitas técnicas às áreas produtivas.

A segunda etapa do projeto consistiu na realização da análise apresentada neste trabalho, integralmente desenvolvida pelo autor. Esta fase é a com maior duração de tempo e dedicação e é constituída de alguns processos de alto impacto na qualidade do trabalho final.

1.2 Proposta e Objetivo do trabalho

De acordo com Serapicos (2002), a maioria dos trabalhos que tratam das fusões e aquisições está relacionada apenas à teoria por trás do *valuation*⁴ ou ao estudo de transações específicas, geralmente realizadas fora do Brasil. No entanto, este trabalho tem o intuito de apresentar um modelo para desenvolvimento de projetos de F&A, estabelecendo um fluxo para as etapas que o compõem bem como um detalhamento de cada uma delas. Ou seja, a proposta consiste em uma sistematização das fases constituintes dos projetos a ser utilizada pelos responsáveis por conduzir os processos, que, no caso da empresa Estágio é a equipe Advisory em que o autor trabalha. A idéia é que possa ser utilizada e aprimorada assim que for necessário.

O modelo pode ser utilizado em casos em que os clientes têm o interesse de venda de sua empresa ou ainda de compra de outras organizações. Seguindo o caso que será analisado, o foco será dado a empresas com interesses de venda uma vez que a empresa Estágio acredita que terá mais oportunidades como estas no futuro. Quanto ao processo de fusão e aquisição, a mudança acontece na fase de negociação em que algumas cláusulas são fixadas de modo a atender às características do tipo de transação.

A preocupação do autor em organizar as idéias e estabelecer um fluxo ressaltando aspectos importantes de seus componentes reflete em um planejamento, ou seja, em algo que contribuirá para futuros projetos. Esta idéia está em linha com Peter Drucker quando ele afirma que o planejamento não diz respeito a decisões futuras, mas a implicações futuras de decisões presentes.

Apesar de grande parte dos profissionais de F&A ter ampla experiência para execução dos projetos e saber conduzi-los de forma correta já que o que se vê atualmente é uma onda de transações no Brasil e no mundo e um número crescente de empresas que trabalham neste segmento, o trabalho tem o propósito muito bem aceito pelos integrantes da empresa em que o autor estagia.

⁴*Valuation*: nome dado ao método mais utilizado para avaliação econômico-financeira

Alguns elementos que compõe o desenvolvimento do projeto serão abordados de forma mais detalhada neste trabalho de formatura, a destacar a análise setorial realizada de maneira minuciosa com intuito de abranger fatos importantes para serem usados em fases posteriores tal como a negociação.

A situação atual é caracterizada por uma inexistência de padrões, porém o encaminhamento que normalmente é dado aos projetos segue a percepção dos analistas que já estão neste mercado há algum tempo. Apesar de ser uma área em que há baixa rotatividade de pessoal, devido à sua grande importância para a empresa e a economia do país em geral, cuidados de sucessão devem ser tomados. Portanto, este avanço pode ser de enorme contribuição num fatídico caso de mudança ou contratação de um analista.

Além disso, outra contribuição ao que existe atualmente é um possível avanço quanto aos cumprimentos de demandas de prazos mais curtos sem deixar de perder a qualidade e o conteúdo pressuposto.

Estes e outros resultados secundários sustentam a boa receptividade quanto à proposição do trabalho:

- Agilizar todos os projetos de F&A relacionados a laboratórios de análises clínicas. Há boas perspectivas quanto ao surgimento destas oportunidades uma vez que a empresa está conduzindo uma transação de grande impacto e tem contato com alguns outros laboratórios de pequeno e médio porte, interessados numa possível venda no futuro próximo;
- Utilizar esta orientação para projetos envolvendo outros setores da economia;
- Permitir que a experiência adquirida pelos atuais integrantes da equipe possa ser disseminada para futuros integrantes, inclusive servindo de manual de leitura para novos funcionários;
- Desenvolver uma análise flexível que possa ser aprimorada ao longo do tempo; e
- Realizar e propor melhorias em algumas etapas do projeto com relação ao que é feito atualmente.

Conclui-se que o trabalho visa não só dar uma contribuição efetiva no sentido de criar uma orientação para os projetos de F&A como também de aperfeiçoar as etapas envolvidas. Seguindo o fluxograma, alguns processos são padrões, sendo semelhantes em todas as empresas do ramo, mas outros são ou podem ser diferenciais de um excelente trabalho. O autor classificaria a etapa de avaliação como sendo critério qualificador enquanto que a análise setorial se feita com bastante profundidade pode ser considerada ganhadora de pedido.

1.3 A Estrutura do trabalho

O trabalho está estruturado em levantamento teórico a respeito dos temas que serão tratados, apresentação do caso estudado e ainda apresentação dos resultados obtidos, discussões, conclusões e contribuições proporcionadas pelo autor.

O embasamento teórico fundamenta-se nos seguintes temas:

- 1) Conceito e importância das f&a;
- 2) Cenário das f&a no Brasil e no mundo;
- 3) Motivos relacionados às f&a, regulamentação e classificação das fusões;
- 4) Etapas envolvidas num projeto de F&A;
- 5) Análise setorial;
- 6) Avaliação econômico-financeira; e
- 7) O processo pós fusão.

Em seguida, será apresentado o caso que servirá de base para o estudo. Este será retratado etapa após etapa de forma resumida, porém abordando os principais pontos do trabalho executado e apresentado pelo autor na empresa onde trabalha.

Por fim, serão apresentados os resultados e contribuições do autor quanto a tudo que envolve a execução de um projeto de F&A, especificamente para o setor de laboratórios.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo o autor irá apresentar e discutir os principais conceitos envolvidos na elaboração do trabalho, que foram imprescindíveis para entender o problema a ser solucionado e analisar a situação através de metodologias coerentes.

Inicialmente será apresentado o conceito de fusão ou aquisição e sua importância para a economia. Em seguida, discute-se o que é, sua importância para o projeto e como é desenvolvida a avaliação econômico-financeira, juntamente com a escolha dos métodos a serem utilizados. A terceira parte mostra o conceito e as variáveis que envolvem a análise de um setor e, por fim, uma breve apresentação do setor de diagnósticos. A quarta etapa relaciona a importância das F&A para o setor de laboratórios. A última parte trata de apresentar as etapas que compõe projetos de F&A concluídos no mercado recentemente.

2.1 Conceituando Fusões, Aquisições e outros termos relacionados

Inicialmente, visando facilitar a compreensão do texto, serão conceituados alguns termos comumente utilizados em leituras relacionadas ao tema em estudo. O autor procurou definições mais claras e simples se preocupando em não se ater a termos técnicos que dificultariam a compreensão dos leitores.

Segundo o dicionário econômico internacional Investopedia, o termo Fusões e Aquisições ou F&A refere-se à consolidação de empresas seja através da fusão ou aquisição de diferentes empresas ou de outros ativos. A diferença básica é que fusão é uma combinação de duas empresas formando uma nova empresa, enquanto que aquisição é a compra de uma empresa por outra com a formação de nenhuma nova empresa.

Uma das fontes mais utilizadas por analistas do setor, de acordo com Thomson, o termo refere-se à combinação de duas ou mais empresas, em que o valor pago

acima ou abaixo do valor efetivo da empresa adquirida é carregado nos demonstrativos da empresa adquirente como *goodwill*⁵; ou ainda a uma consolidação em que uma nova companhia é formada para adquirir os ativos líquidos da empresa gerada. Teoricamente, apenas combinações em que uma das empresas é mantida como uma entidade legal são chamadas de fusões. Quando uma aquisição é realizada pela compra dos ativos ou das ações através de pagamento a vista ou instrumento de financiamento, a fusão será um ganho de capital a ser taxado por impostos para a empresa vendida ou seus acionistas.

Ainda de acordo com Thomson, em um processo de fusão, a empresa menos importante perde sua identidade e se torna parte da corporação mais importante, que tem sua identidade mantida. Uma fusão extingue a empresa adquirida, e as sobreviventes assumem todos os direitos, privilégios e passivos da empresa gerada. Fusão não é o mesmo que consolidação, em que duas empresas perdem suas próprias identidades e se unem formando uma completa nova empresa. A fusão é caracterizada como um processo complexo, que envolve interesses de diversos grupos e aspectos difíceis de serem mensurados.

Elas podem ser amigáveis ou hostis. No ultimo caso, a empresa compradora ao encontrar resistência dos diretores da empresa alvo, normalmente oferecem um preço acima do de mercado para persuadir os acionistas da empresa alvo a vender suas ações a ela. Estas fusões com freqüência têm sido financiadas por *junk bonds* (papéis de alto risco).

Aquisição refere-se a uma nomenclatura genérica que representa uma transferência de propriedade, em que os ativos ou ações de uma empresa são passados para o adquirente. Aquisições podem acontecer de forma hostil pela compra da maioria das ações⁶ da empresa com capital em bolsa. Uma forma de proteção contra uma aquisição hostil é o plano de direitos dos acionistas, mais conhecido como *poison pill*⁷.

⁵ *Goodwill* faz parte dos ativos intangíveis do balanço patrimonial de uma empresa tais como marca, boa relação com clientes e com empregados, patentes ou tecnologia desenvolvida.

⁶ Total de ações de uma empresa, inclusive as do *free float* (ações disponíveis no mercado) é conhecido pelo termo em inglês *outstanding shares*.

⁷ *Poison Pill* consiste em estratégia defensiva usada pelas empresas para tornar possíveis aquisições hostis inviáveis financeiramente.

No mercado normalmente ocorrem aquisições em que não necessariamente uma das empresas desaparece para se caracterizar uma fusão. A empresa compradora adquire os ativos da empresa-alvo ou detém a maior parcela de suas ações, mas esta continua operando normalmente, com o mesmo nome. Neste caso, a transação possivelmente será reconhecida apenas perante a lei, não precisando ser aberta à sociedade e aos clientes.

De acordo com Wikipedia, normalmente fusões ocorrem de um modo amigável em que os executivos das respectivas companhias participam do processo de *due diligence* (definição na seção 2.1.5) para assegurar uma combinação de sucesso entre as partes. Tecnicamente, o que diferencia uma fusão de uma aquisição é como esta transação é financiada. Uma fusão normalmente é financiada por um negócio envolvendo somente troca de ações. Este caso acontece a partir do momento em que todos os detentores das ações de cada empresa obtêm o mesmo valor de ações da nova empresa gerada.

Os termos "*demerger*", "*spin-off*" ou "*spin-out*" são usados normalmente para indicar efetivamente o oposto de uma fusão. A primeira trata-se de uma reestruturação em que a empresa matriz cede parte de suas ações para a empresa subsidiária em troca de todas as ações desta, o que, consequentemente faz com que os acionistas da empresa controladora tenham suas ações de volta. *Spin-off* ou *spin-out* é caracterizada quando uma divisão da empresa se torna um negócio independente e este negócio cresce através de infra-estrutura, know-how e outros artifícios retirados da empresa matriz. Já fusão é um processo legal em que uma ou mais empresas perdem sua identidade.

Enquanto que a aquisição (uma grande comprando outra menor) pode envolver a compensação por uma combinação entre valor pago à vista com financiamentos, ou só valores a vista, ou uma combinação de valor a vista com ações da empresa adquirente, ou ainda apenas ações, compra de ativos ou ainda outros meios. Além disso, a aquisição pode apresentar a forma de uma compra de ações ou de outros interesses do ativo-alvo, ou a aquisição de toda ou parte substancial de seus ativos.

2.1.1 Motivos relacionados às F&A

Nesta seção o autor procurou dividir os principais motivos relacionados às f&a em dois blocos: os que geram valor aos acionistas e os que não agregam valor, seguindo a forma como a enciclopédia virtual Wikipedia propõe. Os primeiros estão listados a seguir:

- ✓ *Upselling*: fazer cliente comprar mais do seu produto;
- ✓ Economia de escala: refere-se ao fato de que empresas fundidas podem geralmente reduzir departamentos ou operações em duplicidade (ou, conforme a linguagem de mercado, “em sombreamento”) diminuindo os custos da companhia relativos a uma mesma geração de receita, proporcionando maiores lucros;
- ✓ Aumentar receitas/*Market Share*: este fato assume que a empresa está absorvendo seu principal competidor, aumentando seu poder (através do aumento da parcela em um mercado em crescimento) para fixar preços;
- ✓ *Cross Selling*: consiste na venda de diferentes produtos para o mesmo cliente. Por exemplo, um banco ao comprar uma corretora pode então vender seus produtos aos clientes da corretora, enquanto que esta pode captar os clientes do banco oferecendo-lhes conta para operar ações. Ou um produtor pode adquirir e vender produtos complementares;
- ✓ Sinergias: melhor aproveitamento de recursos complementares;
- ✓ Impostos: uma empresa lucrativa pode comprar uma empresa com prejuízos para usar as suas isenções fiscais. Nos Estados Unidos e alguns outros países, existem regras para limitar a possibilidade de empresas lucrativas irem em busca de companhias endividadadas, comprometendo a utilização do benefício fiscal como motivo para aquisições;
- ✓ Diversidade geográfica: este ponto acarreta em maior constância dos resultados o que no longo prazo torna menos volátil o valor das ações, fazendo com que os investidores tenham maior confiança para investir nesta empresa. Entretanto, isto nem sempre entrega valor aos acionistas;

- ✓ Diminuição da competição no mercado: pode-se adquirir um concorrente e desta forma tirar um competidor do mercado;
- ✓ Corte de custos: por exemplo, enxugar o quadro de funcionários.

Já os motivos que não agregam valor aos acionistas são:

- ✓ Diversificação: apesar de possibilitar à empresa se proteger contra uma queda brusca em um setor específico, é possível aos acionistas individuais obterem uma proteção através da diversificação dos seus portfólios a um custo bem mais baixo do que aqueles associados a uma fusão;
- ✓ Crescimento brusco: tendência de fazer a organização difícil de ser gerida;
- ✓ Expectativas superestimadas: pagamento de ágio na aquisição devido à estimativa extremamente positiva quanto às sinergias a serem geradas;
- ✓ *Empire Building*: consiste na tentativa de se aumentar o poder e influência de determinada organização. No caso de uma Fusão ou aquisição, os gestores têm empresas maiores para administrar e, consequentemente, mais poder;
- ✓ Remuneração dos administradores: no passado, certas equipes de executivos tinham sua remuneração baseada nos lucros totais da empresa, ao invés do lucro por ação, o que dava ao grupo um incentivo para comprar outras companhias para aumentar os lucros totais em detrimento da diminuição dos lucros por ação (o que prejudica os sócios da empresa, isto é, os acionistas); embora alguns estudos empíricos reforcem que a remuneração é mais ligada à lucratividade e não aos meros lucros da empresa;
- ✓ Integração vertical: empresas adquirem parte de uma cadeia de suprimentos e se beneficiam com os recursos; e
- ✓ *Bootstrapping*: consiste na tentativa de se construir uma nova empresa através de finanças pessoais ou ainda de receitas da nova empresa;
- ✓ Por fim, outras propostas que não devem ser consistentes com a política pública ou bem-estar público.

Além dos motivos apresentados, Martelanc et al. (2005) trataram de enumerar alguns outros a citar: forma pela qual a empresa desiste de uma parte de seus negócios, para focar-se somente nas atividades que geram o retorno esperado; viabilização da expansão em prazo mais curto e a um custo mais baixo; diminuição dos prazos de implantação e dos riscos de uma nova linha de produtos por assumir uma empresa alvo que desenvolve esta linha; redução dos riscos inerentes ao desenvolvimento interno de novos projetos ou produtos ou à montagem de estabelecimentos próprios em novos segmentos de mercado; aumento do poder sobre os clientes, distribuidores e fornecedores; remoção de um concorrente potencial ou de barreiras à entrada em novos mercados; entrada em novos mercados e novas indústrias – é uma das formas mais rápidas e fáceis de entrar em novos mercados e indústrias; agilizar a expansão geográfica, por meio de marcas regionais e capacidade de produção local.

Estas e algumas outras razões podem servir de explicações para as transações realizadas entre empresas desde que as fusões e aquisições tornaram-se notáveis. E ainda, com certeza, outras novas deverão surgir conforme o cenário corporativo se altera, levando junto as experiências e expectativas de executivos, investidores e trabalhadores sobre como lidar com estes tipos de situações.

2.1.2 Bancos de Investimento e sua importância

F&A é um termo usado também para designar o departamento responsável por estes projetos em um banco de investimento. Historicamente, Bancos de Investimentos (em inglês, *Investment Banks*) atuam principalmente como intermediadores nas transações de f&a dando suporte a seus clientes sejam eles os interessados na compra ou na sua própria venda. Esta transação pode assumir diversas características podendo ser efetuada através de ações da adquirente ou da captação de recursos com investidores por debêntures. Se a empresa quer se fundir com outra, ela deve alcançar um preço de mercado justo para suas ações a serem usadas como pagamento, o que envolverá um banco de investimento. Se esta quiser comprar uma outra empresa com dinheiro emprestado, o fará provavelmente

através de debêntures, arquitetado por um banco de investimentos. Esses são alguns exemplos de atuação destas empresas com importância crescente na economia mundial.

É preciso ter controle sobre o processo. Não se pode confiar em negócios que sejam trazidos por terceiros. Daí a grande importância de um *advisor*, realizando o papel de busca por investidores ou por empresas interessantes para ser adquiridas.

2.1.3 Regulamentação para F&A

Leis estaduais e federais regulamentam as fusões e aquisições. O intuito da regulamentação baseia-se na preocupação de que as fusões inevitavelmente eliminem competição entre as empresas que estão se consolidando. Este argumento é mais forte quando as partes envolvidas são rivais diretos, porque a justiça normalmente presume que, nestes casos, estes acordos são mais comuns a fim de limitar a oferta e aumentar os preços. O medo de que F&A reduzam a competição tem feito com que o governo pouco a pouco procure acabar com as possibilidades de que elas ocorram. Por outro lado, no caso dos Estados Unidos que é o principal país em transações do tipo F&A, a lei federal de 1980 tornou-se menos agressiva neste sentido.

Apesar dos argumentos de falta de competição, as leis norte-americanas deixaram as empresas relativamente livres para comprar ou vender companhias ou partes específicas destas. Fusões e aquisições normalmente resultam em inúmeros benefícios sociais. Fusões podem proporcionar melhor administração ou habilidade técnica para otimizar a produção de bens. Fusões podem também produzir economia de escala ou reduzir custos, melhorar qualidade e aumentar a oferta.

A possibilidade de uma aquisição pode encorajar os gestores a se comportarem de forma a levarem as empresas ao fracasso na busca pelo aumento de seus lucros. Mas, ao mesmo tempo, uma fusão pode possibilitar a um dono vender o seu negócio para alguém que esteja familiarizado com o segmento e ainda tenha condições de pagar um valor mais alto. A perspectiva de uma venda lucrativa induz os

empresários a formar novas empresas. Por fim, na realidade, muitas fusões apresentam baixo risco à competição.

Leis *antitrust* buscam criar mecanismos para proibir transações cujas probabilidades de perda de competição sejam mais altas que a dos benefícios gerados. O momento crítico para análise é quando a transação é proposta. Isto requer que a justiça e as agências reguladoras tenham mais atenção à previsão das tendências de mercado e efeitos futuros. Para se entender os objetivos de cada parte e também os impactos na competitividade com uma determinada fusão, é necessário realizar uma análise dos eventos passados.

2.1.4 Classificação das fusões

As fusões são classificadas baseadas na competitividade entre as partes envolvidas. Uma fusão horizontal consiste em uma combinação entre competidores diretos na mesma linha de produtos e mercados na mesma área geográfica o que resulta em eliminação da competição entre ambos; a vertical envolve consumidor e empresa ou fornecedor e empresa, isto é, duas empresas que trabalham na produção de um mesmo produto, porém, em estágios diferentes; extensão de mercado combina empresas que vendem os mesmo produtos em mercados diferentes; em extensão de produto envolve empresas vendendo produtos diferentes, porém relacionados no mesmo mercado ou ainda uma empresa compra outra com produto diferente mas que requer a mesma tecnologia ou técnicas de marketing; extensão geográfica onde um comprador produz as mesmas mercadorias que a empresa-alvo mas em uma outra região (exemplo, uma padaria em São Paulo adquire uma padaria no Rio de Janeiro); uma fusão conglomerada combina companhias com nenhuma das relações anteriores ou similares, que operam em diferentes indústrias. Um tipo diferenciado de fusão chamada de fusão reversa é usada com o objetivo de abertura de capital sem despesas e tempos requeridos por um IPO (*Initial Public Offering*).

2.1.5 Outros conceitos

Joint Ventures: um empreendimento conjunto. Associação entre empresas ou entre países, sob a forma de capital, trabalho ou recursos naturais.

A motivação que leva a fusões e aquisições internacionais, entretanto, parece diferir da de *joint venture*. De acordo com Copeland et al. (2002), fusões e aquisições parecem beneficiar-se da sobreposição geográfica, provavelmente porque sinergias tais como a consolidação de instalações produtivas, integração de redes de distribuição e reorganização de equipes de vendas possam ser mais facilmente realizadas com grande proximidade geográfica. As alianças, por outro lado, geralmente têm por objetivo expandir o alcance geográfico das parceiras.

Copeland et al. (2002) inclusive fornece a receita para o sucesso das tão freqüentes *joint ventures*. Flexibilidade e autonomia podem ser obtidas através de um presidente forte e independente e um sistema empresarial completo próprio (P&D, vendas, manufatura, marketing e distribuição) bem como um conselho de administração independente e poderoso. Estas formas de parceria têm vida limitada já que mais de 75% das parcerias que se encerraram, normalmente após o atingimento das metas estipuladas pelas empresas envolvidas, foram adquiridas por uma das parceiras.

Due Diligence (DD): investigação ou auditoria de um potencial investimento. Este processo tem como objetivo principal confirmar todos os dados contábeis divulgados pelo investimento potencial à empresa interessada. Geralmente indica o cuidado que um investidor deve ter ao adquirir uma nova empresa e também serve como uma prevenção de possíveis desagrados entre as partes após o fechamento da negociação.

A definição de *private equity* e de algumas de suas categorias é importante principalmente porque um dos possíveis investidores que está em negociação com a empresa Cliente no estudo de caso base deste trabalho é uma empresa de *private equity* e portanto, foi necessário ao autor e aos outros integrantes da equipe

entender os conceitos e a forma como estas companhias costumam atuar no mercado.

Private Equity: Trata-se de um termo global que se refere a qualquer tipo de investimento em ativos, disponíveis a empresas ou investidores, em que as ações não podem ser operadas livremente em bolsa. O capital levantado através da *private equity* pode ser usado no desenvolvimento de novos produtos e tecnologias, em expansão de capital de giro, em aquisições, ou ainda no reforço do balanço patrimonial da empresa. O retorno do capital tem prazo normalmente maior que de ações. Os investidores normalmente recebem seus retornos através de uma das três opções: uma oferta pública inicial (OPA, ou do inglês *initial public offering* – IPO), venda ou fusão, ou uma recapitalização. As categorias de *private equity* são divididas em: *leveraged buyout*, *venture capital*, *growth capital*, *Angel investing*, *mezzanine capital* além de outros.

Leveraged buyout (LBO): casos em que a empresa adquire seu alvo através da emissão de dívidas de juros altos ("junk" rated bonds) para levantar capital. A razão dos juros altos é o risco envolvido. O emissor não quer arriscar seu próprio capital no negócio, mas uma terceira parte está disposta a financiar a transação por um alto custo de capital (um pagamento de altos juros). Um exemplo de tentativa de uma aquisição deste tipo foi a oferta hostil da Sadia para compra da Perdigão;

Venture Capital (VC): financiamento de novos negócios. Capital disponibilizado por investidores para investimentos em empresas inovadoras ou pesquisas, especialmente em alta tecnologia, em que ambos riscos de perda e de potencial geração de lucro devem ser considerados. Também conhecido como capital de risco. É uma fonte de recursos muito importante para empresas novas (*startup*) que não tem acesso ao mercado de capital por ter histórico limitado. O *downside* (ponto negativo) é que os investidores costumam obter voz nas empresas em que investem;

Listagem com as maiores operações entre 1990 e 2006 divulgada pelo Thomson Financial está disponível no ANEXO A.

2.2 Importância das F&A para a economia

Há alguns anos, fusões, aquisições, alienações, *joint ventures* são temas em destaque no panorama corporativo. Tornaram-se famosas nos Estados Unidos, no fim do século XIX, com as atividades dos “*robber barons*⁸” e com as atividades de consolidação do J.P. Morgan e outros no início do século XX. Desde então, surgiram diversas ondas de atividades nos Estados Unidos. Primeiramente no boom econômico dos anos 60, depois com a controversa onda de reestruturações da década de 80 e, mais recentemente, com as megatransações do fim dos anos 90. A Europa também vem experimentando uma elevação enorme das atividades de fusões e aquisições, gerada pela introdução do euro, pela capacidade excedente em muitos setores e pelas medidas tomadas para tornar seus mercados de capitais mais amigáveis para o acionista. Os adquirentes europeus também vêm se mostrando ativos em transações internacionais. Por diversos motivos, os mercados asiáticos apresentam menor número de F&A. Mas é provável que o Japão apresente aumento das atividades na área à medida que se recuperar de uma estagnação econômica que já duram dez anos.

Fusões e aquisições tornaram-se um meio muito importante para a realocação de recursos na economia global e para a execução de estratégias corporativas. Para algumas empresas, como as *private equity shops* e consolidadoras de capital aberto, como a *Starwood*, explorar aquisições e alienações é estratégia corporativa. Surgiu uma grande infra-estrutura para dar sustentação a essas transações, incluindo: bancos de investimentos, advogados, consultores, empresas de relações públicas, contadores, revistas especializadas, investidores privados, investigadores particulares, analistas financeiros e áreas de relacionamento com investidores mais especializadas no assunto, nas empresas de capital em bolsa. Considerando que a maioria dos bancos de investimentos nem sequer dispunha de departamentos de *M&A* no fim dos anos 70, a transformação é notória.

⁸ *Robber barons*: homens de negócios que se engajaram em atividades corruptas e em transações questionáveis para construir verdadeiras fortunas pessoais.

2.2.1 Cenário de F&A no mundo

O ano de 2005 foi o melhor dos últimos cinco em volume de operações de fusão e aquisição no mercado mundial. Segundo dados da Thomson Financial divulgados no relatório do primeiro trimestre deste ano, o valor das transações atingiu US\$ 2,7 trilhões no ano passado, representando um aumento de 38% em relação a 2004. O número de transações aumentou menos, de 31,4 mil em 2004 para 32,5 mil em 2005, o que sinaliza que o ano foi marcado por transações entre empresas de maior porte em relação ao observado em 2004.

Os EUA continuaram a liderar o mercado mundial de fusões e aquisições, com o volume de US\$ 1,1 trilhão em transações anunciadas, um aumento de 33% em relação a 2004. O segundo maior mercado em 2005 foi a região da Europa Ocidental, com negócios de US\$ 936 bilhões, 38% superior a 2004. A América Latina protagonizou uma queda de 10% em relação ao ano anterior.

O momento de crescimento da economia mundial é um fator determinante para esse salto no volume de transações. Taxas baixas de juros nas principais economias também aumentaram o apetite dos investidores, facilitando a emissão de dívida para financiar aquisições de grande porte, tanto por investidores estratégicos como por fundos de *private equity*.

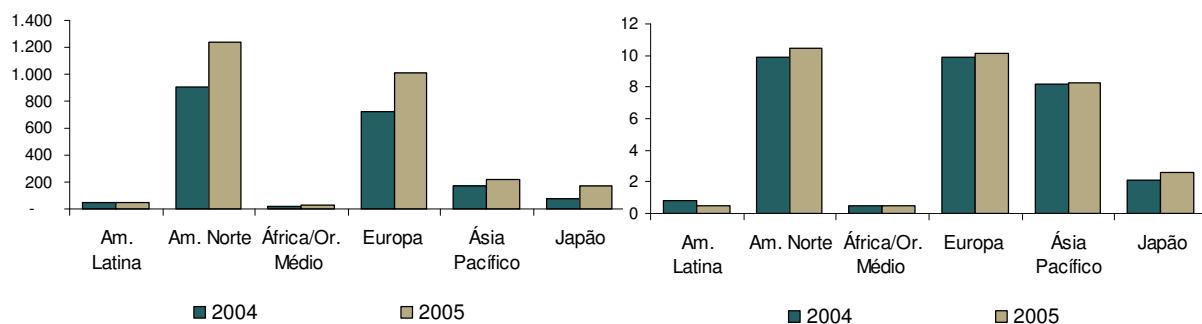
Um ponto de destaque foi o aumento no volume de transações *cross-border* (fora do país de origem do investidor), lideradas principalmente por empresas européias. Esse movimento indica a crescente necessidade de expansão além do mercado doméstico, de modo a competir em escala global.

Os setores de energia e atividades financeiras lideraram as operações mundiais de fusão e aquisição em 2005, com volumes de negócios ao redor de US\$ 400 bilhões cada. O alto preço do petróleo foi um motivador das transações no setor de energia, ao passo que a consolidação da indústria financeira iniciada nos últimos anos ainda esteve forte em 2005. O terceiro setor em volume de negócios foi o de comunicações, seguido pelo de bens de consumo e serviços.

Em todos os segmentos, observa-se um movimento de consolidação com o objetivo de aumentar receitas, expandir a base de clientes e diminuir custos por meio de sinergias e ganhos de escala, o que significa, muitas vezes, entrar em novos mercados ou países. O grande volume de transações observado nos setores de comunicação e instituições financeiras apontam para esse sentido.

Região do mundo	Valor das transações (US\$ bi)	Número de transações (mil)	Valor das transações (US\$ bi)	Número de transações (mil)
	2004	2005		
Am. Latina	50	0,8	45	0,5
Am. Norte	907	9,9	1.239	10,5
África/Or. Médio	23	0,5	25	0,5
Europa	722	9,9	1.013	10,1
Ásia Pacífico	173	8,2	215	8,3
Japão	80	2,1	168	2,6
Total	1.955	31,4	2.705	32,5

Tabela 2.1 – Distribuição das F&A entre os continentes, em valor e número de transações, para 2004 e 2005. Fontes: Thomson Financial e Deloitte, relatório sobre F&A.



Figuras 2.1 e 2.2 – Valor e número de transações de F&A nos continentes, para 2004 e 2005. Fontes: Thomson Financial e Deloitte, relatório sobre F&A

O continente que apresentou maior crescimento no número de transações foi a América do Norte com 20,2% mas o Japão teve um destaque ainda maior com expansão de 23,8%. Em termos de volume o Japão (110%) e Europa (40,3%) superaram em crescimento a média total.

2.2.2 Cenário de F&A no Brasil

Segundo relatórios trimestrais divulgados pelo Thomson Financial, o mercado brasileiro experimentou um aumento expressivo no volume de operações de fusão e aquisição em 2005, que cresceu 40% em relação ao ano de 2004, somando 317

transações. A liderança coube ao setor de serviços financeiros, com 54 negócios, seguido do segmento de informática e tecnologia, com 41 operações. As empresas de comércio varejista e atacadista também passaram por um ano de consolidação, com a realização de 24 transações.

Esse movimento foi beneficiado pela estabilidade da economia, refletida nos baixos índices de inflação e do risco-país, que se encontra no menor patamar dos últimos anos. Com a expectativa de aumento no ritmo de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) e de queda nas taxas de juros para os próximos anos, as operações de fusão e aquisição tendem a continuar crescendo, em linha com o observado no mercado mundial.

No setor financeiro, as principais operações envolveram a aquisição de financeiras e carteiras de crédito ao consumidor e crédito consignado, além de investimentos de maior porte. Outros setores, como o de tecnologia, têm experimentado uma nova onda de valorização nas bolsas de valores, estimulando investimentos em empresas dessa área.

Os investidores internacionais também tiveram participação importante no volume de transações efetuadas em 2005, em diversos setores, como o de varejo, embalagens, bebidas e educação. Esse movimento pode também ser verificado pelo volume de Investimento Estrangeiro Direto (IED) no Brasil ao longo do ano passado, que atingiu US\$ 15,2 bilhões.

Apesar de representar uma queda em relação a 2004 (US\$ 18,2 bilhões), há de se considerar que, se fosse excluído o efeito da maior transação registrada naquele ano – entre Ambev e Interbrew, que totalizou cerca de US\$ 5 bilhões –, o resultado de 2005 seria 17% superior ao de 2004.

Esse fluxo de investimentos continuará a crescer nos próximos anos, porém, em patamar ainda inferior ao observado nos anos de 1998 a 2001, que foram fortemente influenciados pelas privatizações. Em contrapartida, o Investimento Brasileiro Direto (IBD) no exterior totalizou US\$ 2,5 bilhões em 2005, inferior a 2004, porém, em conformidade com o registrado no período de 2000 a 2002.

A projeção da consultoria Deloitte Touche Tohmatsu para os próximos anos de investimento estrangeiro direto no Brasil são de US\$15 bi para este ano chegando a US\$18 bi para 2009, representando um CAGR⁹ (crescimento anual médio, em inglês *compound annual growth rate*) de 6,27%.

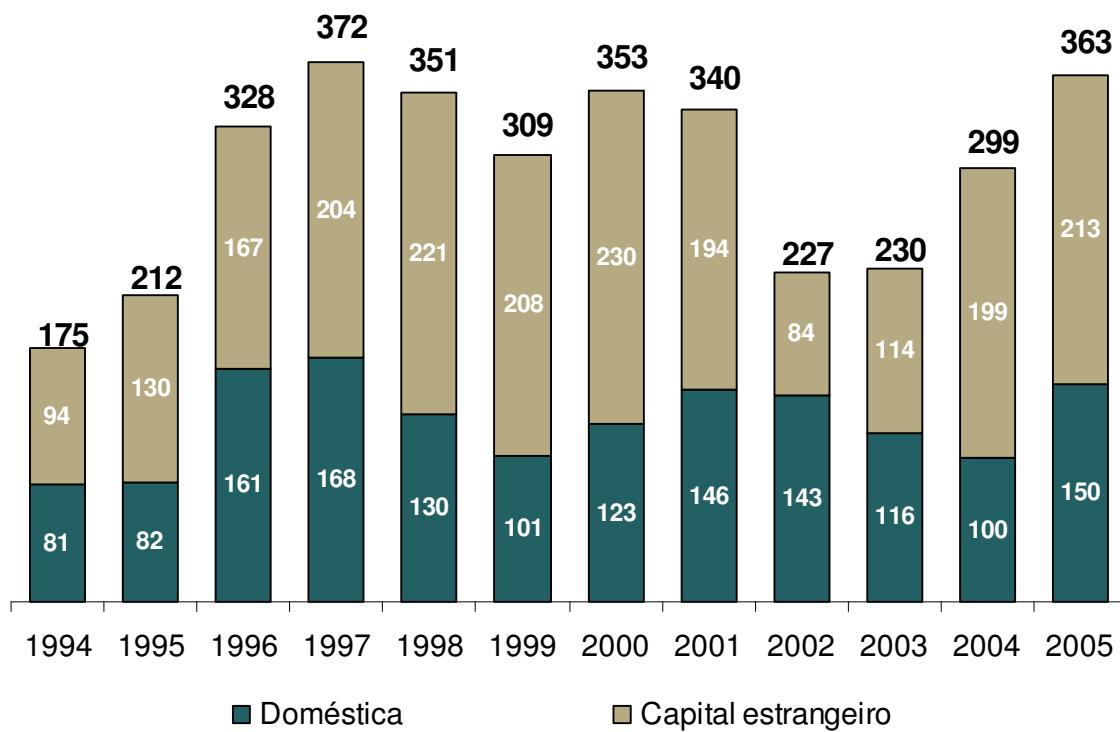


Figura 2.3 – Evolução anual do número de transações concluídas no Brasil (1994 – 2005). Fonte: KPMG, 4º trimestre de 2005.

A Figura 2.3 mostra os resultados de pesquisas realizadas pela KPMG sobre Fusões e Aquisições de 1994 a 2004, divulgadas no 4º trimestre de 2005, a respeito da quantidade de negócios realizados no Brasil. A partir destes dados, o CAGR para o período de 1994 a 2005 é de 6,86%. Constata-se que as transações com investimento estrangeiro cresceram mais rápido que as domésticas, ou seja, um CAGR de 7,72% contra um de 5,76%.

⁸ O cálculo do CAGR é dado pela fórmula: $CAGR = \left(\frac{Valorfinal}{Valorinicial} \right)^{\frac{1}{totperíodos}} - 1$

Ranking dos setores	2006*	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1994	total
1º Alimentos, bebidas e fumo	23	36	36	22	29	32	36	21	407
2º Tecnologia de Informação (TI)	19	49	22	28	13	36	57	8	294
3º Telecomunicações e mídia	10	21	32	21	22	27	26	5	269
4º Instituições financeiras	9	19	19	16	20	17	18	15	264
5º Companhias energéticas	43	16	12	17	16	36	20	0	208
6º Metalurgia e siderurgia	18	25	19	14	13	15	11	11	202
7º Produtos químicos e petroquímicos	13	18	7	5	4	7	12	14	164
8º Publicidade e editoras	6	19	17	12	12	19	23	3	163
9º Petrolífero	7	14	16	7	26	40	28	2	158
10º Seguros	3	16	10	10	5	7	6	8	138
11º Partes e peças automotivas	5	5	4	1	4	7	6	4	107
12º Elétrico e eletrônico	2	9	3	1	4	2	5	5	93
13º Produtos químicos e farmacêuticos	9	13	10	4	4	4	6	4	89
14º Supermercados	0	6	3	5	4	8	10	2	86
15º Serviços para empresas	2	6	9	9	7	9	5	2	85
16º Construção e produtos de construção	5	11	2	3	2	2	5	3	81
17º Transportes	8	10	11	4	4	8	5	1	80
18º Madeira e papel	1	4	3	4	1	9	7	7	75
19º Lojas de varejo	7	9	1	2	2	6	5	1	63
Produtos de engenharia	1	0	2	4	7	4	7	2	63
21º Têxteis	2	5	3	6	0	0	0	7	57
22º Cimento	2	2	4	1	3	3	3	0	41
23º Higiene	4	4	7	1	3	7	1	1	40
24º Aviação	7	6	3	2	1	2	1	3	36
25º Embalagens	0	1	2	2	1	0	4	1	33
26º Serviços portuários	2	3	3	2	1	4	1	2	30
27º Indústrias extrativistas	0	2	0	3	0	1	1	3	29
28º Mineração	7	2	2	1	5	4	6	0	28
29º Montadoras de veículos	0	0	2	0	0	2	0	8	27
30º Hotéis	1	2	2	1	0	1	1	4	21
Shopping Centers	0	1	1	1	4	2	2	1	21
32º Serviços públicos	0	5	0	0	0	0	1	0	19
33º Fertilizantes	0	2	1	1	0	2	5	1	17
34º Ferroviário	0	0	0	0	1	0	2	0	13
Hospitais e prestadores de serv. médicos	1	0	1	1	2	0	2	0	13
36º Design e projetos gráficos	0	0	0	0	1	1	1	0	11
37º Vestuário e calçados	1	2	0	1	0	1	5	0	11
38º Outros	11	22	30	18	6	15	19	26	254
TOTAL GERAL	229	365	299	230	227	340	353	175	3.790

* até jul/2006

Tabela 2.2 – Evolução por setores de 1994 a jul/2006. Fonte: KPMG, relatório 2º semestre/2006.

Nestes mais de dez anos de acompanhamento das transações de f&a concluídas, destacam-se os setores de alimento, TI, telecomunicações, instituições financeiras e companhias energéticas que vem mantendo consistência na ocorrência dos negócios.

2.2.2.1 Fusões e aquisições na década de 90

Do estudo realizado pela KPMG em fev./2001 a respeito das transações da década de 90 podem-se extrair alguns pontos muito interessantes ocorridos no período:

- Capital estrangeiro aumentou mais de 44%;
- Crescimento acumulado de 134% no número de F&A;

- Total de 2.308 transações;
- 61% envolveram capital estrangeiro;
- Estados Unidos (com 457 transações) seguido por França (111), Reino Unido e Alemanha;
- Economia dividida em três cenários:
 - 90 a 93: abertura da economia (pulverização, privatização, concentração e verticalização do mercado);
 - 94 a 97: Plano Real e presença expressiva dos negócios nos segmentos financeiros; e
 - 97: boom de F&A com 372 negócios fechados.
 - 98 a 2000: globalização, privatizações, novas tecnologias e internet.
 - 99: queda nas transações devido principalmente à liberação do câmbio.
- O resultado de 2000 (353) voltou a crescer e perspectivas de aumento a cada ano subsequente.
- Alimentos lideram com 269 transações, 57% do capital estrangeiro, consolidando as gigantes do setor como Cargill, Arisco, Sadia e Parmalat. Em seguida foram as instituições financeiras e em terceiro o setor de telecomunicações.

2.2.3 Tipos de aquisições: Estratégicas x Financeiras

Existem duas modalidades de aquisições, relacionadas à empresa interessada na compra, claramente distintas: as transações com finalidade estratégica e aquelas com finalidade de investimento. A primeira normalmente envolve empresas do mesmo setor ou de setores complementares que tem por objetivos aumentar seu *market share*, diminuir concorrência ou até mesmo evitar crescimento da concorrência, aumento do poder de barganha frente a fornecedores através da complementaridade dos segmentos de atuação, otimizações logísticas, diminuição

de custos de produção através da introdução do regime de economia de escala, interesse em entrar em um determinado setor, dentre outros.

No caso de finalidade de investimento (ou financeiro, como é conhecido por muitos analistas), os interesses são de empresas de setores diferentes da empresa a ser vendida ou ainda por um grupo de investidores, como por exemplo, *private equities*, *venture capital*, além de outras possíveis denominações. Nestes casos é comum que ocorra um interesse inicial da empresa alvo, que inclusive pode exigir um valor para ser adquirida. Os principais objetivos deste tipo de transação são ganhos de capital através de aposta no crescimento dos lucros da empresa ou expansão do setor, aumento do seu fluxo de caixa, investimentos em infra-estrutura e consolidação de um ou mais setores.

2.3 Etapas que envolvem um projeto de F&A

Este é um assunto extremamente relevante, todavia pouco discutido já que os Bancos de Investimentos têm seus próprios métodos de condução destes projetos, baseados normalmente na experiência dos membros da equipe. Ter os cuidados necessários em cada etapa do projeto aliada à expertise dos analistas financeiros pode ser um diferencial na qualidade dos serviços prestados o que poderá ser um motivo para a escolha por uma determinada empresa em detrimento de outra provedora do mesmo serviço de *Investment Banking*.

Segundo COPELAND et al (2002), um programa de fusão ou aquisição pode ser dividido em cinco etapas distintas. O processo começa com um estágio pré-aquisitivo que envolve uma auto-análise de sua empresa e seus setores de atuação. E termina com um planejamento de integração pós-transação, executada o quanto antes para captar o ágio pago pela empresa.

Etapa 1: Após avaliação da empresa e mapeamento do setor com levantamento de seus principais *players* (empresas atuantes no mercado), criar uma visão clara da abordagem agregadora de valor que melhor funcionará.

Etapa 2: Identificação e seleção de candidatas. Segundo COPELAND et al (2002), “a melhor abordagem é o desenvolvimento de uma base de dados e de um conjunto de arquivos sobre todas as candidatas em potencial em suas áreas de interesse”. Eles incentivam a cultivar e desenvolver ativamente suas próprias candidatas.

Etapa 3: Avaliação detalhada de candidatas de maior potencial. Primeiramente, deve-se fazer uma eliminação coletiva para em seguida, nesta fase, trabalhar com as opções mais interessantes. Em caso de venda, o processo é de seleção das empresas de melhor reputação, que tenham caixa suficiente para honrar com a oferta e que sejam sólidas o suficiente para gerar boas sinergias pós-transação. Em caso de compra, deve-se fazer uma avaliação detalhada de cada uma delas e identificar sua estratégia para criação de valor. Será necessário encontrar um plano que promova renda maior que o preço de compra incluindo o ágio que terá que pagar para concluir a transação.

Etapa 4: Contato, corte e negociação. O objetivo de um processo discreto de cortejamento se divide em três: aprender mais sobre se há, realmente, um bom encaixe entre as empresas, convencer os vendedores a vender e convencê-los a vender a seu cliente, de preferência através de negociações exclusivas. Segundo COPELAND et al (2002) ainda os adquirentes que fracassam em sua transação por terem feito lances excessivos ou por não terem conduzido de forma correta a transação, freqüentemente tornam-se, os próprios, alvos de aquisições subsequentes.

2.4 Análise Setorial

Em última análise, o que move o valor da empresa é sua avaliação de se e por quanto tempo ela pode obter retorno superior ao custo de seu capital. Com este intuito, as empresas devem desenvolver e explorar uma vantagem competitiva. Sem isto, a competição forçará todas as empresas do setor a render apenas o custo de seu capital (ou menos).

A vantagem competitiva nasce após análise profunda do mercado em que a empresa atua. E é o desenvolvimento da análise detalhada do setor que será tratado nesta seção. As Análises Setoriais são indispensáveis quando se necessita de informações específicas, precisas e concretas de um determinado setor econômico. Estes estudos reúnem, consolidam e analisam informações que subsidiam os agentes envolvidos com o setor. Uma análise completa permite verificar e conhecer o contexto econômico em que a companhia está atuando, identificando tendências que possam ter impacto nos negócios. Fornece informações que permitem identificar fatores de risco e oportunidades de investimentos, além da avaliação do desempenho desses setores. Estas informações fornecem projeções e traçam cenários para os diversos segmentos da economia. Além disso, a sua organização e a linguagem objetiva, de fácil compreensão, são importantes características que devem ser preservadas por aqueles que realizarem as análises.

Primeiramente, para entender como se processa a análise setorial é necessário compreender que o ciclo econômico é considerado um padrão recorrente de recessões e recuperações da economia, no qual, nem todos os setores são igualmente sensíveis a esse ciclo. Reconhecer a sensibilidade do setor é crucial para a realização da análise setorial, uma vez que, cada setor tem sensibilidades diferentes, podendo assumir comportamentos diferentes, o que vai interferir na definição de uma previsão adequada para o setor analisado. Para se determinar a sensibilidade são verificados fatores como sensibilidade do lucro em relação ao ciclo econômico, dentre eles a sensibilidade das vendas, a alavancagem operacional e alavancagem financeira.

Exemplos de setores mais sensíveis são o automobilístico e de bens duráveis, pois são voláteis nos períodos de recessão, visto que, os consumidores nesses períodos postergam a opção de compra desses bens. No entanto, existem setores que são pouco sensíveis às condições econômicas como alimentos e serviços públicos. Outros com baixa sensibilidade são os que a renda não é um fator determinante de demanda crucial, a exemplo cigarros e o setor cinematográfico, o primeiro é determinando pelo hábito e o segundo nos momentos de recessão o nível de renda do consumidor fica mais baixo, e o mesmo tende a substituir lazeres mais caros, por filmes.

2.5 Avaliação econômico-financeira

Das etapas relacionadas aos projetos de F&A, a avaliação ocupa papel central juntamente com a análise setorial, o que justifica a opção do autor em fornecer maior embasamento teórico e técnico sobre estes dois temas. A negociação e o processo de *due-diligence* são estágios relativamente importantes, mas pelo fato de o autor não participar diretamente do primeiro tampouco ter o segundo como parte dos serviços oferecidos pela empresa em que estagia, a opção em ter focado nestes dois assuntos é ainda mais reforçada.

2.5.1 A importância do desenvolvimento de bons modelos de avaliação

Nesta seção, o autor procurou descrever a importância de desenvolvimento de bons modelos globais de avaliação de empresas mediante um cenário atual de crescimento de fusões e aquisições, que consequentemente impõe o uso de instrumentos cada vez mais modernos de análise de empresas.

Avaliação do desempenho passado e do potencial das empresas torna-se tarefa cada vez mais importante no mundo dos negócios, ocupando espaço crescente nos departamentos de análise dos grandes grupos empresariais. Vários aspectos contribuem para isso. Aquele de maior destaque é, com unanimidade, o grande crescimento observado no volume de fusões e aquisições no mundo e no Brasil, motivado por uma fase de maior prosperidade econômica a partir de 2004.

No primeiro semestre de 2005, foram realizadas 170 operações do gênero no mercado doméstico, sendo que cada uma delas demanda modelos de avaliação das empresas envolvidas. E, em muitos casos, de duas ou mais empresas concomitantemente, uma vez que em diversos casos desses negócios o pagamento é feito por meio de troca de participações. É interessante ressaltar que em muitas das incorporações e fusões existe a participação de empresas multinacionais,

levando à necessidade de processos de avaliação comprehensíveis por culturas bastante distintas.

Não existe apenas, porém, a necessidade de uma quantidade maior de análise. A criação de modelos de negócios obriga-nos, também, a gerar novos conceitos para avaliação. Franquias, internet, associações entre bancos, varejo e laboratórios são alguns exemplos. Todas essas formas mais recentes estiveram marcantemente presentes no cotidiano das operações brasileiras nos últimos anos.

A volatilidade crescente em todos os mercados, ampliada com a globalização financeira, faz com que as incertezas se multipliquem e também exige maior eficiência na apuração e projeção dos números. Aqui há o paradoxo: as projeções são de fácil execução quando têm pouca utilidade, e difíceis de fazer e imprecisas quando necessárias. Encaixando-se no segundo caso, adicionalmente, a modelagem para as avaliações que são realizadas é mais complexa e com pouca contribuição para a eficácia das projeções. Modelos mais simples são mais úteis.

A ampliação do número de nós das redes de relacionamento entre empresas contribui igualmente para o crescimento da importância dos processos de avaliação. Não é desejável firmar-se um relacionamento de longo prazo com organizações em situação financeira ou econômica ruim. E, ainda, é necessário um processo simples, uma vez que os custos envolvidos em processos complexos de avaliação podem comprometer o resultado de diversos relacionamentos.

Adicionalmente a estes fatores, a avaliação de desempenho dos administradores de negócios está estritamente relacionado ao cumprimento do objetivo dos acionistas, que em geral é o aumento do valor da empresa. E processos como cessão de participação, opções sobre compra de ações e outros, usados como forma de incentivo e remuneração, mostraram no passado que têm alguns ângulos bastante frágeis que impedem a consecução do objetivo básico de maximização do valor da empresa.

2.5.2 A avaliação de empresas em países emergentes e desenvolvidos

Devido ao movimento de globalização e à maior mobilidade do capital, a avaliação de empresas vem conquistando importância em mercados emergentes para privatizações, reestruturações, value-based management, joint ventures e fusões e aquisições. Mas a avaliação de empresas é consideravelmente mais difícil nestes ambientes porque os riscos e obstáculos enfrentados pelas empresas são muito maiores do que em países desenvolvidos. Alguns dos riscos e desafios são altos níveis de incerteza macroeconômica, mercados de capitais ilíquidos, controles sobre a entrada e saída de capital e níveis elevados de risco político.

Não há um consenso de como se tratar estes desafios. Os métodos variam muito e frequentemente envolvem a realização de ajustes arbitrários baseados em evidências empíricas limitadas e no instinto. O recomendado por Avaliação de Empresas, Tom Copeland (2002) é uma abordagem pragmática que compare as estimativas de valor de três métodos. A abordagem principal, segundo esta fonte, é o uso de fluxos de caixa descontados com cenários probabilisticamente ponderados que simulem explicitamente os riscos com que se depara a empresa. O valor obtido por esta abordagem deve ser comparado com uma abordagem DCF que inclua no custo do capital um ágio pelo risco nacional e com uma avaliação baseada em múltiplos comparáveis.

Este método DCF consiste em estimar os fluxos de caixa livres e futuros e trazê-los a valor presente, a uma taxa que reflete o risco associado à empresa. Considerações sobre o futuro certamente incorrem na adoção de premissas, o que, por sua vez, implica a existência de incertezas associadas ao modelo financeiro de avaliação.

2.5.3 O conceito de valor

O valor de uma empresa é movido por sua capacidade de geração de fluxo de caixa no longo prazo. A capacidade de geração de fluxo de caixa de uma empresa (e,

logo, sua capacidade de criação de valor) é movida pelo crescimento de longo prazo e pelos retornos obtidos pela empresa sobre o capital investido em relação ao custo de seu capital.

A seguir será exposto um guia resumido dos tópicos que envolvem a avaliação de uma empresa, incluindo detalhes técnicos sobre como obter dados corretos e orientação sobre como interpretar os resultados.

Para se determinar o valor de uma empresa, o passo inicial é o cálculo do valor base de mercado. Nas bibliografias relacionadas à avaliação econômico-financeira ou *Valuation*, encontram-se várias técnicas possíveis para cálculo do valor. As mais importantes e mais utilizadas serão apresentadas.

- Método contábil/patrimonial;
- Método do EVA/MVA2;
- Método do fluxo de caixa descontado;
- Método dos múltiplos de empresas comparáveis; e
- Método dos múltiplos de transações comparáveis.

O método contábil (ou patrimonial) é uma prática pouco utilizada já que, baseada nos registros contábeis da companhia para calcular seu valor, podem não retratar o poder de geração de lucros. Além disso, ativos intangíveis tais como carteira de clientes, marca, patentes, não encontram-se no balanço, porém podem ser grandes determinantes do sucesso de uma organização. São somente utilizados em situações em que os ativos são mais valiosos que os rendimentos específicos futuros da companhia ou em casos de liquidação da organização.

O método do EVA/MVA foi criado pela consultoria Stern & Stewart e, conforme MARTELANC et al (2005) comenta, é mais utilizado por empresas que adotam programas de gestão baseada em valor. Ele ainda explica que o método foi inspirado no conceito do lucro econômico residual e baseado no método do fluxo de caixa descontado.

Segundo pesquisa da Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (Apimec) realizada em 2001, o método do fluxo de caixa

descontado é o mais popular, sendo utilizado por 88% dos entrevistados. Em segundo lugar aparece o método dos múltiplos, com 82%. A pesquisa ressalta ainda que este último método é mais utilizado como metodologia acessória de avaliação.

2.6 Modelos de Avaliação

O conjunto de fatores apresentados ao longo desta seção indica a importância do desenvolvimento de modelos globais de avaliação de desempenho das empresas. E modelos que sejam compreendidos ao redor do mundo, já que a comparação entre empresas se dá num ambiente global. Além disso, devem-se utilizar modelos simples, que prescindam de estimativas exógenas como custo de capital e outros. Precisa-se também de qualidade de informação. A seguir uma breve fundamentação teórica dos modelos que serão utilizados no estudo de caso.

2.6.1 Método dos Múltiplos

O método dos múltiplos é realizado de dois modos diferentes:

- Múltiplos de mercado: estabelece relações entre empresas comparáveis negociadas em bolsa e a empresa que se deseja avaliar, assumindo que as relações entre valores sejam válidas para todas as empresas. Neste caso para permitir a comparação entre os dados, é necessário que as informações sejam coletadas na mesma fonte, na mesma data e, se possível, na mesma moeda (normalmente o dólar). Os múltiplos podem ser calculados, mais comumente, a partir da divisão do valor de mercado da empresa (do inglês, *enterprise value* – EV) por seu EBITDA e por sua receita líquida. O principal ponto fraco desta metodologia são as distorções causadas por fatores externos ao ambiente de avaliação como, por exemplo especulação com preços de ações, expectativas do mercado e singularidades de cada empresa. Há que se ressaltar ainda que, em alguns casos, a utilização desta metodologia pode acarretar a propagação de avaliações equivocadas pelo mercado, como ocorreu no caso da bolha da Internet.

- Múltiplos de transações: procura identificar transações de empresas similares dentro de um período determinado de tempo, e calcular os múltiplos de EBITDA e receita líquida, através da relação entre o valor pago pela transação e essas grandezas. Da mesma forma que nos múltiplos de mercado, adota-se a premissa de que as empresas são comparáveis e que os múltiplos são válidos para todas elas. Os principais pontos fracos deste método são: ausência de informações em alguns casos, comparação de transações entre empresas sem levar em conta peculiaridades de cada caso e a possível repetição de erros cometidos em outros negócios.

2.6.2 Método do Fluxo de Caixa Descontado (DCF)

Embora existam muitos métodos de aplicação da abordagem pelo fluxo de caixa descontado (do inglês, *Discounted Cash Flow* – DCF, como é mundialmente conhecido), será apresentado apenas o modelo empresarial que é o de uso mais difundido entre todos os métodos de avaliação.

Segundo Copeland et al. (2002), o modelo do DCF é definido como aquele que “determina o valor acionário de uma empresa como sendo o valor de suas operações (o valor empresarial disponível para todos os investidores) menos o valor do endividamento e outras formas de passivo de prioridade superior à do capital ordinário (como, por exemplo, ações preferenciais). Os valores operacional e de endividamento são iguais aos respectivos fluxos de caixa descontados a taxas que refletem o risco desses fluxos”.

Este modelo é especialmente útil também quando aplicado a empresas de múltiplas unidades em que o valor patrimonial da companhia é a soma dos valores individuais de cada divisão, mais os ativos corporativos geradores de caixa, menos o valor presente do custo da sede corporativa somado ao valor do endividamento da empresa e de seu capital preferencial.

Conforme definição de valor, a empresa é avaliada pela sua capacidade de geração de fluxo de caixa no futuro. O método DCF baseia-se no cálculo do valor presente do

fluxo de caixa operacional livre projeto para a empresa de acordo com as premissas adotadas pelo avaliador e através do desconto por taxas que refletem adequadamente a empresa e o cenário em que esta se situa. Este fluxo de caixa consiste nos recursos gerados pelos acionistas, credores, debenturistas além de outros elementos.

O quadro 2.4 representa esse modelo para uma empresa hipotética:

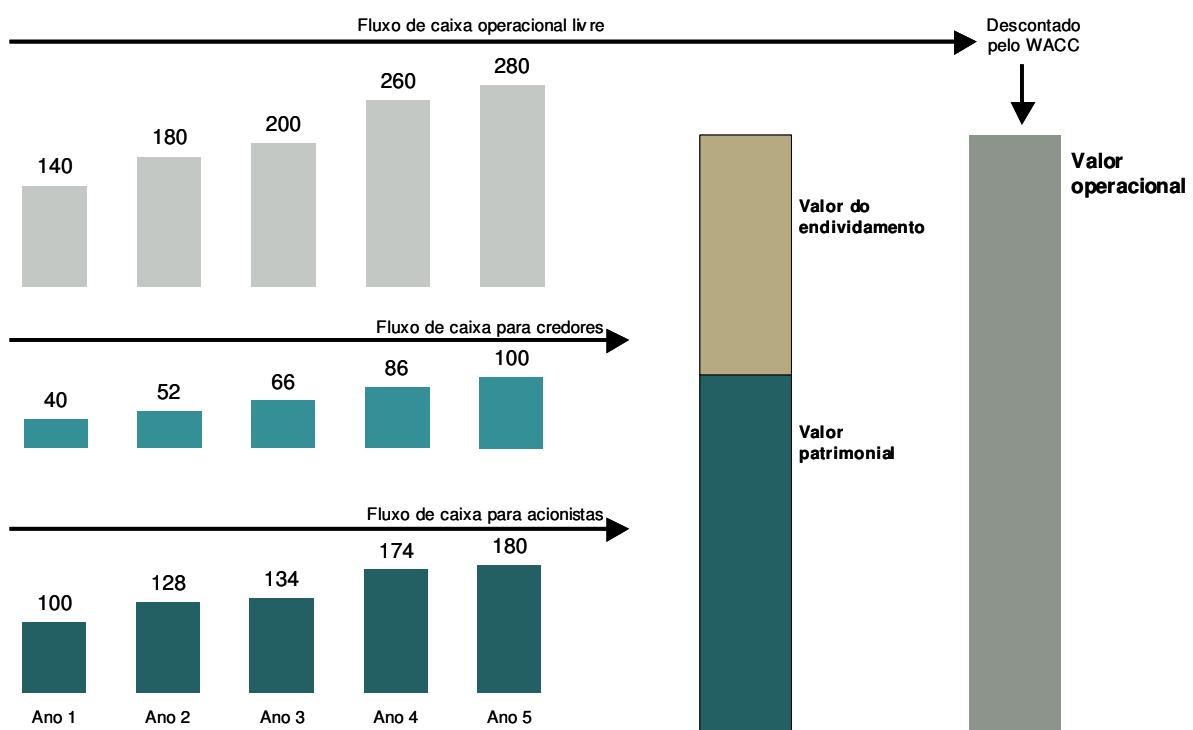


Figura 2.4 – Avaliação de empresa pelo DCF.

Os componentes essenciais para obter o DCF são na seqüência:

- Projeção do fluxo de caixa operacional livre;
- Fixação da taxa de desconto;
- Estimativa do valor residual; e
- Cálculo do valor da empresa.

Os itens a seguir tratarão de apresentar como cada fator que compõe o modelo é calculado assim como as influências em relação à avaliação.

2.6.2.1 Projeção do fluxo de caixa operacional livre

Como passo inicial, é preciso calcular o fluxo de caixa livre para saber como a empresa gera ou consome caixa. Com intuito de esclarecer de forma efetiva o conceito e importância do fluxo de caixa livre é interessante expor as definições de alguns termos importantes, como normalmente é feito pelas bibliografias que abordam o assunto:

- Lucro operacional: resultado da empresa após o pagamento de impostos incidentes sobre a receita bruta, dos custos e das despesas operacionais;
- Taxa de imposto marginal: valor estimado da alíquota de IR e CSSL. As empresas brasileiras são tributadas por um valor próximo a 34% que representa o Imposto de Renda e a Contribuição Social;
- Lucro operacional líquido ajustado: lucro operacional descontando os impostos, calculados a partir da taxa de imposto marginal;
- Depreciação: a depreciação dos ativos no período inclui todos os encargos não-caixa deduzidos do EBITDA, salvo amortização do fundo comercial (não aplicado ao problema em estudo);
- Investimentos em ativo fixo: incluem investimentos em instalações, equipamentos novos e substitutos, planta e outros ativos permanentes. Os investimentos são calculados com base no balanço e no demonstrativo de resultados assim como no aumento líquido do ativo permanente mais a depreciação do período. Este aumento é composto dos novos investimentos em ativo fixo menos o valor escritural dos ativos abandonados;
- Capital circulante líquido (CCL): diferença entre passivos circulantes (exceto endividamento) e ativos circulantes (excluindo caixa e aplicações financeiras). A alteração do valor do capital circulante líquido representa o investimento ou liberação do capital de giro da empresa;

O fluxo de caixa livre é o fluxo de caixa operacional efetivo da empresa, portanto não são consideradas as variáveis não geradoras de efeitos sobre o fluxo de caixa operacional da empresa, a citar investimentos ou endividamentos financeiros. É,

pois, o fluxo de caixa total após impostos gerado pela empresa e disponível para todos os seus fornecedores de capital, tanto credores quanto acionistas.

COPELAND et al (2002) mostraram que o cálculo do fluxo de caixa deve partir do lucro operacional, sobre o qual são feitos ajustes que refletem as mudanças em capital de giro e outros itens sem efeito sobre o fluxo de caixa, conforme a figura a seguir, para o caso de uma empresa hipotética:

Demonstração de Resultado

DRE	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5
Receita operacional bruta	85.154.388	95.619.362	101.259.859	107.195.535	113.439.381
(-) Deduções da receita bruta	(9.991.668)	(11.163.778)	(11.822.319)	(12.515.322)	(13.244.306)
(=) Receita líquida de vendas	75.162.719	84.455.584	89.437.540	94.680.213	100.195.075
(-) Custo das mercadorias vendidas	(80.596.791)	(67.750.407)	(71.746.940)	(75.952.620)	(80.376.652)
(=) Resultado bruto	14.565.928	16.705.177	17.690.600	18.727.592	19.818.423
(+/-) Despesas e receitas operacionais	(10.061.066)	(10.720.191)	(11.227.582)	(11.894.306)	(12.333.842)
(=) Resultado operacional	4.504.862	5.984.986	6.463.018	6.833.286	7.484.581

Tabela 2.3 – DRE: partindo da receita bruta até o lucro operacional

Fluxo de Caixa Livre

FCF	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5
Lucro Operacional	4.504.862	5.984.986	6.463.018	6.833.286	7.484.581
<i>Taxa de Imposto Marginal</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>
(-) Impostos sobre Lucro Operacional	(1.531.653)	(2.011.270)	(2.174.321)	(2.300.003)	(2.521.220)
Lucro Operacional Líquido Ajustado	2.973.209	3.973.716	4.288.697	4.533.283	4.963.361
(+) Depreciação	451.505	443.196	440.756	458.155	332.748
(-) Inv. em Imobilizado (Capex)	(1.418.973)	(219.050)	(214.896)	(217.881)	(229.078)
(-) Mudança no Capital Circulante Líquido (CCL)	(1.153.162)	(576.776)	(297.827)	(354.154)	(296.700)
(Aum.) Dim. no ativo circulante (ex-caixa e aplicações)	(1.050.267)	(1.077.134)	(588.441)	(621.377)	(584.998)
Aum. (Dim.) no passivo circulante (ex-financ.)	(102.895)	500.358	290.613	267.223	288.298
Fluxo de Caixa Livre para Empresa	852.579	3.621.086	4.216.729	4.419.403	4.770.332
(+) Receitas (e Despesas) Financeiras Líquidas	(78.372)	94.895	250.314	201.047	146.936
<i>Taxa de Imposto Marginal</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>	<i>34%</i>
(-) Imposto s/ Receitas Financeiras Líquidas	-	31.890	84.212	67.670	49.496
(+) Emissão (Amortização) da Dívida	(148.898)	(148.898)	(148.898)	(123.710)	(118.673)
(+) Ajustes diversos	-	-	-	-	-
(+/-) Mudança no realizável/exigível a longo prazo	54.456	27.228	-	-	-
(Aum.) Dim. no Realizável a LP	54.456	27.228	-	-	-
Aum. (Dim.) no Exigível a LP (ex-financ.)	-	-	-	-	-
Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas	679.765	3.626.202	4.402.358	4.564.410	4.848.091

Tabela 2.4 – Fluxo de caixa livre

Como pode ser comprovado na tabela acima, existem dois modos de se apresentar o fluxo de caixa livre:

Fluxo de caixa livre para os acionistas: é a medida do fluxo de caixa após o pagamento de todas as despesas, investimentos em ativo fixo e capital de giro, mudanças em ativos e passivos de longo prazo, assim como remuneração de juros e amortização de dívidas, ou seja, é a medida de quanto pode ser pago aos acionistas após todos estes pagamentos. Este é, efetivamente, o fluxo de caixa residual para o

acionista. Este fluxo de caixa está sujeito aos efeitos da composição da estrutura de capital da empresa, uma vez que tem que remunerar credores antes de acionistas.

Fluxo de caixa livre para a empresa: é o fluxo de caixa após o pagamento de todas as despesas, impostos, e mudanças em investimentos e em capital de giro líquido. Representa o fluxo de caixa que pode ser extraído da empresa sem que ela perca seu valor relevante lembrar que independe da estrutura de capital da empresa, ou seja, não é função da participação do capital de terceiros no capital da empresa. É uma medida de lucratividade e um *benchmark* usado para comparar a saúde financeira da companhia e foi escolhido pelo autor para o caso apresentado.

Finalmente, o valor presente do fluxo de caixa pode ser calculado como segue:

$$VP_{(FCF)} = \sum_i^t \frac{FCF_t}{(1 + txdesconto)^t}$$

Para efeito de cálculo, a diferença entre utilizar cada uma das modalidades de fluxo de caixa livre está na determinação da taxa de desconto. Para o primeiro, a taxa deve ser o custo médio ponderado do capital, enquanto para o segundo deve ser o custo médio do capital próprio.

2.6.2.2 Custo de Capital e Taxa de desconto

Assunto freqüentemente discutido nas literaturas relacionadas, a taxa de desconto é um dos componentes de maior conflito no modelo DCF, tanto pelas variadas maneiras de cálculo existentes quanto pela grande parcela de contribuição no valor da empresa. Seu impacto é tamanho que se trata de um tema altamente complexo e que será tratado da maneira mais simples e eficiente pelo autor tendo em vista os objetivos deste trabalho.

Taxa de desconto, ou o valor do dinheiro no tempo, é usada para converter todo o fluxo de caixa futuro em valor presente para os investidores. A taxa de desconto aplicada ao fluxo de caixa livre deve refletir o custo de oportunidade de todos os

provedores de capital (tanto acionistas quanto credores), ponderado por sua contribuição relativa para o capital total da empresa. É conhecida de forma global como o custo médio ponderado do capital (weighted average cost of capital – WACC) que se trata do modelo mais utilizado pelos analistas e investidores.

O custo de oportunidade de uma categoria de investidores é igual à taxa de retorno que eles poderiam esperar receber pelo investimento que poderiam realizar em contrapartida a uma possível rentabilidade que poderia ser obtida em outro investimento de risco equivalente. O custo para a empresa é igual ao custo para o investidor menos quaisquer benefícios fiscais percebidos pela empresa. Já para os credores, o custo de oportunidade é dado pelo custo do financiamento que a empresa terá que arcar para com eles, isto é, a taxa de juros firmada entre as partes.

Atualmente no mundo globalizado, as empresas possuem vários credores diferentes sendo que nesses casos o custo do capital de terceiros (dívidas) é calculado como sendo a média das taxas das dívidas financeiras ponderada pelo montante do endividamento. É relevante mencionar que, segundo a legislação brasileira, despesas com juros são dedutíveis para efeito de imposto de renda e contribuição social, o que implica que o custo do capital de terceiros seja ponderado pela alíquota marginal de imposto. Portanto o custo do capital de terceiros é representado pela fórmula:

$$R_d = \sum \frac{(C_i \times D_i)}{D_{tot} \times (1-T)}$$

Em que:

i = número de ações/títulos do acionista “i”;

R_d = custo do capital de terceiros;

C_i = custo de cada contrato de dívida;

D_i = montante de cada contrato de dívida;

D_{tot} = valor total das dívidas; e

T = alíquota marginal de imposto de renda e contribuição social.

Quanto ao custo do capital dos acionistas, será apresentada apenas a abordagem mais utilizada que é a do CAPM - Modelo de Precificação de Ativos de Capital (Capital Asset Pricing Model).

Desenvolvido por SHARPE (1964; 1970) e LINTNER (1965), com base nos trabalhos de MARKOWITZ (1952; 1959), o método CAPM “possibilita o cálculo do retorno esperado de uma ação, ativo ou negócio em função do índice β (beta) que lhe é característico, da taxa livre de risco e da diferença entre o retorno de uma carteira de mercado e o retorno propiciado pela taxa livre de risco”. De acordo com o CAPM, o custo do capital próprio, k_s , é:

$$K_s = rf + [E(rm) - rf] \times \beta$$

Em que:

K_s = custo do capital próprio

rf = taxa de retorno livre de risco

$E(rm)$ = taxa de retorno prevista para um modelo de Carteira do Mercado

$E(rm) - rf$ = ágio pelo risco de mercado

β = risco sistêmico do capital ordinário

Para países emergentes há um cálculo pré-definido que aborda outras variáveis importantes para determinação do retorno de um ativo. Este, portanto, será o cálculo utilizado no caso estudado. A nomenclatura mudou em relação à fórmula anterior, porém nada impactará sobre os cálculos.

$$Re = Rf + Rb + Dinf + Pt + \beta \times (PRM)$$

Em que:

Re = custo do capital próprio

Rf = taxa livre de risco

PRM = prêmio de risco de mercado

Rb = risco Brasil

Dinf = diferencial de inflação (relação entre a inflação do Brasil a dos Estados Unidos)

Pt = prêmio por tamanho

β = beta alavancado

O custo do capital ordinário (ou retorno esperado de um ativo), R_e , aumenta de maneira linear como função do risco não-diversificável medido, beta. O beta da carteira do mercado como um todo é 1,0. A partir daí, conclui-se que o beta do capital ordinário de uma empresa média também será próximo de 1,0. É raríssimo um beta superior a 2,0 ou inferior a 0,3. Veremos que no caso em estudo este fato é confirmado. Segundo Damodaran (2002), o fator que relaciona o risco do ativo (neste caso, a empresa) em questão ao risco apresentado pelo mercado em que está inserido. Assim, se o β é maior que 1, a empresa possui maior risco que o mercado; caso seja menor que 1, apresenta risco inferior ao restante do mercado.

Para coleta da maior parte destas informações com intuito de obter-se o retorno do ativo, a fonte utilizada é o Ibbotson Associates, edição do ano corrente.

Normalmente são usadas as mesmas premissas para determinar as variáveis que compõem o custo do capital próprio. A taxa livre de risco usada é a rentabilidade nominal dos títulos do Tesouro norte-americano de longa maturidade. O prêmio de risco do mercado é obtido de acordo com o porte da empresa e o prêmio por tamanho é um valor pré-estabelecido que pode variar a cada edição do livro.

O “beta” β , parâmetro de medida do risco sistêmico, é uma variável de relação entre a volatilidade do título em estudo com a volatilidade do mercado. O seu valor pode ser obtido através da média dos valores das empresas comparáveis do setor no mercado nacional e estrangeiro ou através das estimativas disponíveis para companhias transacionadas publicamente.

Além disso, um aspecto importante a ser ressaltado é o tipo de β a ser utilizado: alavancado ou desalavancado. O primeiro é utilizado caso a empresa possua capital de terceiros em sua estrutura de capital; caso contrário, o segundo deve ser utilizado. A equação que relaciona o β_{alav} com o $\beta_{desalav}$ é:

$$\beta_{alav} = \beta_{desalav} \times \left(\frac{D}{E} \right)$$

Em que:

β_{alav} = risco sistêmico para estruturas alavancadas;

$\beta_{desalav}$ = risco sistêmico para estruturas desalavancadas;

D = capital de terceiros total; e

E = capital próprio total.

Finalmente, tem-se que o Custo Médio Ponderado do Capital (WACC) é expresso da seguinte maneira:

$$WACC = Re \times \left(\frac{E}{D + E} \right) + Rd \times (1 - T) \times \left(\frac{D}{D + E} \right)$$

Em que:

Re = custo do capital próprio

E = valor do capital próprio

D = valor do capital de terceiros

T = alíquota marginal de IR

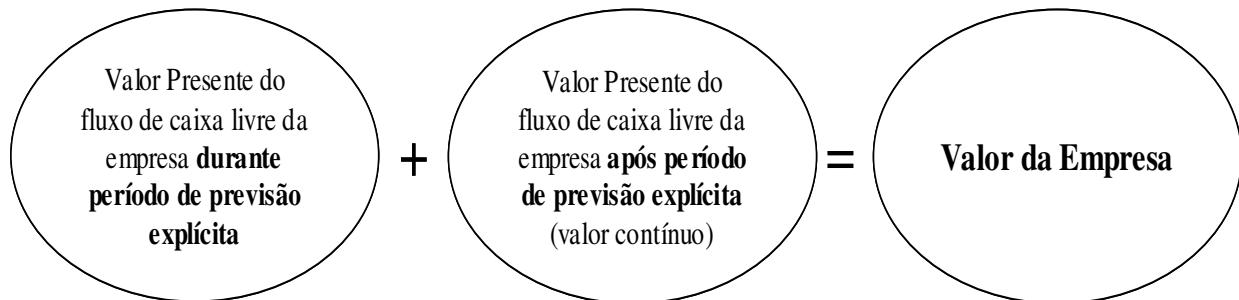
Rd = custo do capital de terceiros

Para MARTELANC *et al* (2005), o WACC é a taxa de retorno marginal mínima que a empresa deve obter, seja em investimentos novos ou antigos, para que suas ações não experimentem uma desvalorização. Assim, estabelece-se a relação entre o WACC e o retorno (ROIC) que a empresa deve gerar.

2.6.2.3 Valor residual

Uma questão relevante na avaliação de uma empresa é a sua duração indeterminada. Um possível abordagem seria prever o fluxo de caixa livre por 100 anos e não se preocupar com o restante do tempo, uma vez que o valor neste período posterior é insignificante. Porém, esta abordagem é afetada pela dificuldade de previsão explícita de um século de desempenho. Como alternativa principal e

mais utilizada, o problema pode ser solucionado dividindo-se o cálculo do valor da empresa em dois momentos: um durante e outro após a previsão explícita, ou seja, o período em que se consegue fazer uma projeção dos números da empresa.



Como a maior parte das empresas não possuem vida útil pré-conhecida, é necessário que se faça a divisão em dois períodos sendo que o cálculo do valor contínuo, ou seja, do valor após período de previsão, ou ainda do valor da perpetuidade é dado pela seguinte fórmula:

$$VP = \frac{FCF_{t+1}}{(WACC - g)}$$

Em que:

VP = Valor da perpetuidade;

FCF_{t+1} = fluxo de caixa livre do ano seguinte ao último da previsão explícita;

WACC = custo médio ponderado do capital; e

g = crescimento ao ano esperado para os fluxos de caixa livres.

2.6.2.4 Valor da empresa

O crescimento e o retorno sobre o investimento (ROIC⁹ em relação ao WACC) são os vetores fundamentais na determinação do valor da empresa. Para aumentar seu valor, a empresa cumprir ao menos uma das seguintes medidas:

- Obter o maior retorno sobre o capital investido;
- Assegurar que o retorno sobre o novo capital investido supere o WACC;

⁹ROIC é calculado pela divisão entre o lucro operacional líquido menos impostos e o capital investido.

- Elevar a taxa de crescimento; e
- Reduzir o custo de capital.

Como consequência de todas as considerações apresentadas, o valor da empresa pode ser calculado através do somatório do valor presente dos fluxos de caixa explícitos e o valor presente da perpetuidade conforme dado na fórmula apresentada na seção anterior.

2.6.3 Empresas de capital aberto

No caso de empresa de capital aberto, com ações livremente negociadas no mercado, esse valor é obtido pelo resultado da multiplicação da cotação, em bolsa, das ações da empresa pela quantidade das ações que compõem o capital social (capitalização do mercado). O valor obtido é também utilizado como substituto do valor de mercado.

Em condições normais, poderia ser aceita a hipótese de que o preço da ação no mercado (bolsa) representaria um consenso do valor econômico intrínseco dessa ação num dado momento; porém, dadas as várias forças atuantes de ordem subjetiva e os diversos níveis de eficiência, esse valor deve ser usado com precaução para mercados imperfeitos tais como o Brasil.

A estimativa do risco sistêmico (beta), através do uso de valores de beta divulgados, é a melhor abordagem para o cálculo do valor de empresas com cotação em bolsa. A BARRA publica os betas de mais de 10 mil empresas de todo o mundo, mas é recomendado que se verifiquem diversas fontes confiáveis, já que as estimativas de beta variam muito. No Advisory da empresa em estudo, a fonte utilizada é “Cost of Capital”, Ibbotson Associates (edição do ano corrente).

Também se deve comparar o beta com o beta setorial médio. Se os betas de diferentes fontes apresentarem variação superior a 0,2, ou se o beta de uma empresa for mais do que 0,3 superior ao da média de seu setor, pode-se considerar o uso da média setorial. O beta médio setorial costuma ser mais estável e confiável

do que o de empresas individuais porque os erros de mensuração tendem a se compensar mutuamente. Ao construir uma média setorial, remova a alavancagem dos betas para estimar a média. O beta não-alavancado médio pode, então, ser novamente alavancado por meio da estrutura de capital da empresa.

2.6.4 Riscos da avaliação

O autor e o analista acreditam que os principais riscos de se fazer o *valuation* de um laboratório médico são:

- Risco de execução: como os laboratórios de médio e grande porte estão em expansão através de crescimento orgânico e por F&A, quaisquer erros em se identificar as oportunidades de aquisição ou abertura de novas unidades de atendimento podem resultar na diminuição do poder de negociação frente a fornecedores e planos de saúde, assim como pode representar uma ameaça para a participação que a empresa ocupa no mercado ou maiores dificuldades de entrada em outros mercados potenciais;
- Risco de perder parceria com empresas provedoras de planos de saúde: o mercado encontra-se concentrado em alguns principais planos e as receitas dos laboratórios tem grande participação dos planos de saúde. Qualquer mudança nos termos contratuais ou na política de preços pode comprometer as receitas da empresa e consequentemente sua capacidade de investir em novas tecnologias, futuras aquisições ou expansão orgânica;
- Risco regulatório do mercado brasileiro de saúde: o setor brasileiro de diagnósticos poderá sofrer com alterações na regulamentação dos planos de saúde. Uma vez que a maior parte das receitas dos laboratórios vem dos planos de saúde, qualquer mudança pode afetar estas companhias através de um reflexo nos preços e consequentemente na sua lucratividade.

3 METODOLOGIA

O autor ao iniciar suas atividades na área de Advisory da empresa Estágio no começo deste ano teve que enfrentar algumas dificuldades, sobretudo porque não havia sequer materiais de treinamento ou pessoas disponíveis de sua equipe para ajudá-lo com sua adaptação aos assuntos. A área de f&a é completamente imprevisível e aqueles que trabalham no ramo em bancos de investimentos não conseguem prever o volume de tarefas que terão para o dia seguinte de trabalho. Logo, o Advisory coordenava cerca de oito projetos e o autor, recém-chegado teve que buscar se familiarizar com os conceitos o quanto antes. Ao surgir a primeira tarefa, foi notória a falta de organização ou de um modelo a ser seguido para uma determinada etapa constituinte do projeto.

Cada projeto tem as suas características, mas muitos trabalhos são reutilizáveis de um projeto a outro, necessitando, porém, nem sempre, de pequenos ajustes. Foi com esta percepção que o autor quis fundamentar seus estudos nas principais atividades que envolvem os projetos de f&a.

O trabalho dos analistas é muito denso e exige muito conhecimento, concentração e capacidade de raciocínio, portanto, a finalidade da obra do autor é facilitar, na medida do possível, o trabalho que é árduo por natureza.

A metodologia utilizada para composição da obra teve como base o conhecimento técnico adquirido pelo autor através de leituras e atividades realizadas em seu estágio; a análise dos trabalhos já realizados anteriormente pela equipe do Advisory; bibliografias diversas a respeito do assunto, jornais e revistas de circulação nacional e também as especializadas no mercado financeiro; entrevistas com colegas de trabalho, com funcionários do ramo de F&A em outras empresas, do ramo de F&A, de laboratórios médicos e de análise econômica, para saber as tendências do setor e da economia nacional e mundial de um modo geral; pesquisas em sites e fontes especializadas no tema; relatórios divulgados por analistas de mercado, consultorias e próprias empresas do setor; materiais de treinamento desenvolvido por bancos de

investimento; e, sobretudo, a análise de como autores de algumas obras e analistas do mercado costumam abordar a forma de conduzir-se o fluxo dos projetos de f&a.

As bibliografias incluem manuais de avaliação econômico-financeira, livros abordando temas tais como: o setor de diagnósticos médicos, globalização, fusões e aquisições, e ainda textos envolvendo o inter-relacionamento entre os temas.

3.1 O modelo para condução das etapas relacionadas aos projetos

O modelo desenvolvido pelo autor para os projetos é diferente por trazer uma contribuição maior ao resultado final do projeto em comparação com os encontrados em bibliografias e em divulgações de algumas empresas. Através destas fontes, verifica-se que muitas empresas seguem um fluxo muito simples. Por exemplo, Copeland (2002) propõe a divisão em quatro etapas que serão explicitadas mais adiante: 1) Avaliação da empresa e do setor; 2) Identificação e seleção de candidatas; 3) Avaliação detalhada de candidatas (início das conversas); 4) Contatos mais avançados, corte e negociação.

O autor aprofundou sua análise nos modelos elaborados por alguns autores quanto às etapas que envolvem um projeto de f&a e nos antigos trabalhos desenvolvidos pela equipe em que trabalha. A partir disso, procurou fazer uma composição dos pontos mais importantes para chegar no modelo ideal para os projetos de f&a.

A metodologia proposta pelo autor para cada etapa será apresentada de forma breve e clara para que o leitor acompanhe o fluxo e os pontos importantes de cada fase.

3.2 A Análise Setorial

As principais atividades envolvidas na análise setorial propostas pelo autor começam com a análise do cenário econômico nacional e mundial atual juntamente com as perspectivas futuras para a economia. Em seguida são realizadas as tarefas que compõe o estudo do setor: estudar a estrutura e o mercado do setor analisado, perfis das principais empresas e seus movimentos; entender os limites de sua atuação, os seus principais concorrentes, as perspectivas para o futuro, seus "players", regulamentação, legislação, estatísticas, tendências; perfazer uma radiografia das suas cadeias de negócios, dos insumos à distribuição e exportação dos produtos; buscar por dados sobre investimentos no setor, projeções atualizadas do que está para acontecer no setor, nível de emprego, tendência dos preços, nível de atividade e do consumo; compreender os fatores que afetam o crescimento ou declínio do setor; analisar dados históricos passados; verificar se há efeito regulador pelo governo; compreender como funciona o sistema de distribuição de bens e serviços no setor, as dificuldades de acesso aos canais de distribuição e ainda o papel da tecnologia no crescimento do setor e do seu negócio.

A análise minuciosa da estrutura geral do mercado inclui dados como: produção, faturamento, número de empresas, investimentos, recursos humanos, matérias-primas, equipamentos, fornecedores, panorama internacional e perfis das principais empresas.

Coube ao autor ainda a proposta de se aliar o estudo de cada um destes itens à análise pelo Modelo de Porter pela estrutura setorial. Neste caso, faz-se a análise das forças competitivas que atuam nas empresas do setor.

A seguir será feito um breve relato dos fatores que envolvem o estudo de cada força competitiva. Ou seja, o intuito é apresentar ao leitor os pontos cruciais que ele deve procurar ter maior cuidado no momento em que for realizar o estudo de um determinado setor. As informações foram extraídas de Porter, M.E. (1996).

A lucratividade do setor está bastante relacionada a rivalidade entre os concorrentes e à capacidade de as empresas atingirem bons resultados apesar de inseridas em um cenário competitivo.

As barreiras de entrada estão relacionadas à maior ou menor ameaça de novos ingressantes e englobam fatores como: economias de escala, diferenciação do produto, necessidade de capital, custos de mudança, acesso aos canais de distribuição além da desvantagem de custo independente de escala (localização, acesso à matéria-prima, subsídios oficiais, experiência e patentes). Há também o risco de retaliação e de um preço de entrada dissuasivo.

A pressão quanto a possibilidade de produtos substitutos, isto é, produtos que desempenham a mesma função entretanto de outra base tecnológica (outra indústria) os maiores cuidados tem que ser tomados em caso de mercadorias produzidas por indústrias com altos lucros ou ainda ao fato de seus produtos estarem sujeitos a *trade-offs* preço-desempenho com os demais da indústria.

O poder de barganha dos compradores tem como principais fatores a serem analisados: se há concentração ou se está adquirindo grandes volumes, se as compras representam parcela significativa dos custos, se os produtos são padronizados, se consegue lucros baixos, são uma ameaça concreta de integração para trás, se os produtos da indústria não são relevantes para a qualidade de seus produtos finais, se tem total informação a respeito de preços e outras oportunidades, e análise da cadeia produtiva.

Poder de barganha dos fornecedores: poucas companhias e mais concentrado do que a indústria, não concorre com produtos substitutos, a indústria não é um cliente importante para o fornecedor, o produto do fornecedor é um insumo importante, o produto do fornecedor é diferenciado, são uma ameaça concreta de integração para frente, análise da cadeia produtiva.

Por exemplo, a indústria de navios petroleiros a força mais intensiva é a dos compradores já que estes são poucos no mercado.

Para obtenção das informações necessárias para elaboração da análise setorial, o autor fez um levantamento das fontes que costuma utilizar de modo a facilitar as próximas análises que serão requeridas.

- Para estudos a respeito do setor, perspectivas para o futuro, buscar estudos no BNDES e em associações e órgãos relacionados a este segmento de mercado;
- Utilização de ferramentas de pesquisas básicas tais como google, answers, investopedia, wikipedia, e outras encyclopédias e dicionários econômicos online a respeito de conceitos novos envolvidos e outras informações sobre a empresa, seus concorrentes e o setor;
- Em caso de informações sobre região de atuação, tentar informações nos sites do governo;
- Bibliografias que abordam o tema;
- Uso de ferramentas mais sofisticadas para encontrar informações privilegiadas. É o caso da Bloomberg e do Thomson Financial que acarretam custos mensais mais altos para a empresa Estágio têm-los disponíveis.

3.3 O modelo econômico-financeiro

Serão abordados a seguir os principais procedimentos e tarefas a serem executados em uma avaliação econômico-financeira, adotando-se o método do Fluxo de Caixa Descontado a Valor Presente (DCF - Discounted Cash Flow):

- Conhecimento e entendimento da Empresa / Negócio e do setor de atuação (realizado na etapa de análise setorial);
- Ajuste do balanço de partida (data-base);
- Análise retrospectiva-financeira;
- Análise de dados para projeções: até 2011 (cinco anos além do ano corrente);
- Formatação de cenários projetivos;
- Projeção do resultado, fluxo de caixa e balanço patrimonial;
- Cálculo da taxa de desconto;
- Cálculo do valor presente (inclusive valor terminal);
- Ajustes finais;
- Análise de sensibilidades.

O cálculo do valor da empresa a partir do modelo é feito através da inter-relação entre as planilhas dispostas de forma a facilitar este processo. A metodologia consiste em utilizar o arquivo padrão modelado pelo autor, fazer os ajustes, se necessário, estabelecer as premissas e aplicar os conceitos explicados na seção 2.6 sobre avaliação econômico-financeira.

3.4 Análise por múltiplos de transação

A metodologia utilizada foi fruto de pesquisa em livros que abordam os assuntos dos temas estudados, material de mídia da época em que ocorreram determinados fatos, estudos publicados em revistas especializadas, bem como consultas a websites de empresas do segmento.

Para a pesquisa, foi feito um levantamento de transações envolvendo empresas do setor de laboratórios no mundo através da ferramenta do Thomson Financial (<http://banker.thomsonib.com>) com acesso disponibilizado pela empresa em que o autor estagia.

Em seguida foi feito um tratamento dos dados, estes que, por sua vez, tem confiabilidade alta uma vez que a empresa tem excelente reputação no mercado e é utilizada por de milhares de outras empresas no mundo.

Este filtro consistiu em procurar por transações cuja divulgação das informações tenham sido completas. Em seguida fez-se um estudo por gráficos de controle e constatou-se que o desvio-padrão da amostra estava muito alto. O autor adotou como limite o valor da mediana somando ou diminuindo metade de seu valor. A amostra gerada apresentou dados muito mais sólidos e consistentes.

O procedimento final foi separar em duas tabelas sendo uma de empresas adquirentes com finalidade estratégica e outra de investidores com interesse somente financeiro.

3.5 Análise por múltiplos de mercado

Para esta fase o autor buscou informações sobre empresas comparáveis do setor no Bloomberg (uma das ferramentas mais utilizadas por quem trabalha no mercado financeiro em todo o mundo), e no próprio web site das empresas porque os analistas de F&A julgam ser as fontes de informação mais confiáveis. Além destas o autor pôde contar para fins de verificação dos dados com o yahoo finance (<http://finance.yahoo.com/>), económica e broadcast. Os dados de maior importância são múltiplos EV/EBITDA, EV/Receita Líquida, *Market Cap*, Índices, cotações, Receita Líquida, Caixa, endividamento e *EBITDA*.

Primeiramente, nesta etapa, o autor fez um levantamento das empresas comparáveis. Como não há nenhuma empresa com capital em bolsa no país exceto o DASA, o analista decidiu por não executar a análise por múltiplos. O autor propôs em seu trabalho a busca por empresas em outros países e teve a aceitação da equipe. Isto porque o intuito desta análise é fazer um comparativo com empresas do mesmo segmento de mercado e com políticas semelhantes de atuação. Para tornar os múltiplos de empresas de países diferentes ainda mais comparáveis pode-se fazer um ajuste pela relação de risco país entre os países.

As informações de cotação na bolsa e do número de ações total (*shares outstanding*), que incluem ações *do free float* e também as demais, foram obtidas e a partir delas chega-se ao valor do *market cap*. Somando o valor das dívidas de curto e longo prazos e subtraindo-se o caixa operacional disponível obtém-se o valor da empresa (*Enterprise Value*). Por fim, lançando mão da receita líquida e do *EBITDA* acumulados dos últimos doze meses chega-se aos múltiplos desejados.

3.6 Criação de padrões para documentos e contratos

O autor visualizou que muitos documentos são muito semelhantes e envolvem pequenos ajustes de acordo com cada caso, por isso optou por montar uma base

com modelos padrão de cada documento. Para tanto, reuniu todos os documentos de cada projeto procurando criar um padrão a cada tipo. Memorando de Entendimentos (do inglês, MoU ou *Memorandum of Understanding*), contrato de confidencialidade, contrato de exclusividade, contrato de prestação de serviço, contrato de requisição de serviços de terceiros como é o caso de escritório de advocacia, dentre outros.

As apresentações das empresas Cliente aos investidores também receberam um tratamento do autor. Neste caso ele fez uma análise das apresentações elaboradas anteriormente e realizou uma pesquisa bibliográfica procurando entender quais são os pontos principais que devem ser abordados de forma a seduzir os interessados na compra da empresa cliente. A partir deste conjunto chegou a um modelo padrão que não pode ser apresentado por motivos de confidencialidade já que se trata de um diferencial da empresa Estágio.

Um processo de reestruturação como o de fusão para uma indústria é algo complexo e exige várias competências complementares, tanto para análises, como para execução. Trata-se de uma atividade altamente qualificada que exige muito conhecimento, estudo e habilidade daqueles que trabalham neste ramo. No caso do autor, a Engenharia de Produção tem sua importância, sobretudo em alguns aspectos que foram reconhecidos pelo autor.

- Engenharia Econômica e Economia de Empresas: utilização de índices econômicos para avaliar empresas; de conhecimentos de fluxo de caixa como cálculo de valor presente, taxa de desconto, etc;
- Estatística: tratamento de dados, cálculo de média, amplitude, desvio-padrão, dentre outras medidas, como no caso da tabela com múltiplos de transação;
- Projeto integrado de sistemas de produção: análise de viabilidade de projetos como é o caso da venda de uma empresa, desenvolvimento de análise setorial e modelo de Porter;
- Administração e Organização: a respeito da forma como as empresas do setor atuam; suas estratégias; desenvolvimento da análise setorial;
- Gestão Estratégica da Produção: estudo setorial através de análises de estratégias corporativas em ambientes competitivos;

- Tecnologia da Informação: critérios qualificadores e ganhadores de pedido;
- Contabilidade: lidar com informações contábeis (balanço patrimonial, DRE); e
- Controle da Qualidade: utilização do gráfico de controle para averiguar dispersão dos dados.

Além, sobretudo, do raciocínio e da capacidade de abstração para compreender diferentes problemas inseridos em diferentes situações, habilidades desenvolvidas pelo engenheiro de produção ao longo dos cinco anos de curso.

4 O ESTUDO DE CASO

O estudo de caso que servirá como base para o desenvolvimento do trabalho de conclusão do autor trata de uma transação entre dois laboratórios clínicos intermediada pela empresa Estágio, sendo que o Cliente é o interessado em ser vendido. A transação é de grande impacto para o mercado nacional, principalmente para o segmento de análises clínicas, portanto as atenções do autor e de sua equipe estarem voltadas para este projeto. Este fato reforça a escolha deste projeto como modelo para o autor desenvolver e apresentar as suas melhorias.

A empresa Cliente foi fundada há alguns anos e já é líder do mercado de um importante Estado brasileiro. Tem administração familiar e é uma potência nacional como laboratório de apoio a outros laboratórios e, portanto, alvo de muitos gigantes do setor nacionais e estrangeiros. Como é uma empresa de médio a grande porte, poucos são os investidores capazes de adquiri-la, logo, ao final, as negociações estão acontecendo com alguns investidores, não necessariamente somente empresas nacionais.

A apresentação do caso obedecerá ao fluxo de execução proposto pelo autor que é consideravelmente diferente de como é feito atualmente, principalmente porque não há qualquer padrão estabelecido para o desenvolvimento dos projetos do Advisory até o momento. Vale incluir ainda que a situação encontrada pelo autor foi de uma certa desordem quanto a modelos que normalmente são utilizados nos projetos. Não havia também nenhum material de auxílio para o autor no momento em que ele iniciou suas atividades neste setor o que seria algo interessante para a área já que à medida que os projetos surgem a carga de trabalho aumenta consideravelmente e uma demora na adaptação do novo integrante é bastante prejudicial.

Por se tratar de um trabalho acadêmico e por lidar com dados sigilosos, o autor optou por colocar as principais informações de forma resumida de modo que não prejudique o leitor, tampouco a empresa que permitiu a execução do projeto.

O estudo começa com a apresentação da transação, o mapeamento do setor de diagnósticos, suas características e cenário atual no Brasil e no mundo.

4.1 A transação proposta

Atualmente, há algumas empresas interessadas, nacionais e estrangeiras, e as negociações estão bem avançadas, principalmente com uma delas. A transação gira em torno de um múltiplo “X” que será aplicado sobre o *EBITDA* de 2006 da empresa Cliente.

A maior parte do pagamento seria à vista¹⁰ e o restante em ações. Nas negociações estão sendo discutidos valores, formas de pagamento e condições pós-fusão.

4.2 Análise Setorial

O setor de laboratórios médicos consiste em um sub-setor de serviços médicos e medicamentos que são muito pouco sensíveis às mudanças no cenário econômico, principalmente porque tratam de necessidades vitais do ser humano. Portanto, acabam sendo itens prioritários em momentos de queda no poder aquisitivo da população.

4.2.1 As atividades importantes

De acordo com Wikipedia, como instrumentos de suporte a análise setorial pode-se destacar a análise de sensibilidade, a análise de cenários e o modelo de Monte Carlos. Essas ferramentas possibilitam a execução de projeções diante das mais diversas situações. Considerando inúmeras variáveis que possam afetar as atividades de uma empresa, o gestor pode entrar com as informações em um *software* computacional e, então, verificar um ambiente futuro nas condições por ele previstas. No estudo de caso apresentado foi-se utilizado a análise de diferentes cenários com base em algumas premissas adotadas pelo autor em conjunto com os membros de sua equipe.

¹⁰Valores a serem pagos no início do próximo ano após realização de auditoria.

O autor propôs alguns diferenciais na lista de itens necessários para a realização detalhada da análise de um determinado setor que foi apresentada na seção 3.2. Porém, além disso, ele propôs a realização da análise anteriormente descrita em conjunto com o Modelo de Porter pela estrutura setorial. Isto se deve ao fato de este modelo considerar as forças competitivas tais como surgimento de novas empresas, poder de negociação dos compradores e dos fornecedores e também a pressão do surgimento de produtos substitutos que não haviam sido relatadas. Este modelo terá enorme contribuição na qualidade da análise setorial a ser realizada.

4.2.2 Análise pela estrutura setorial (Modelo Porter)

Qualquer negócio opera dentro dos limites de um setor específico, e o seu plano de negócios (do inglês, *business plan*) deve caracterizar as tendências gerais e forças que atuam nesse setor, bem como onde a sua empresa se posiciona dentro dele. Um setor é um grande conjunto de empresas que fornecem produtos e serviços similares aos seus, o que inclui também produtos e serviços complementares ou suplementares aos seus. Qualquer empresa que esteja posicionada entre o fornecedor de matéria prima e os canais de distribuição dos seus produtos e serviços é parte do seu setor.

A análise pela estrutura setorial analisa as forças que darão forma à lucratividade de um setor. Michael Porter, da Harvard é mais conhecido por ter formalizado modelos de estrutura setorial. Uma abordagem está ilustrada no quadro a seguir:



Figura 4.1 – Modelo de Porter pela estrutura setorial.

Neste modelo quatro forças movem o potencial de lucro de um setor: os produtos substitutos, o poder de barganha dos fornecedores, o poder de barganha dos clientes e barreiras às entradas e às saídas.

A análise primária que pode ser feita através do modelo de Porter é quanto aos determinantes estruturais, ou seja, caso haja uma intensidade das forças competitivas e, portanto, maior concorrência, haverá menor potencial de lucro e menor taxa de retorno e, caso contrário, ter-se-ão maiores taxas de retorno e maior influxo de capital.

A análise das forças competitivas de Porter para o setor de laboratórios médicos no Brasil produziu os seguintes resultados:

- As barreiras de entrada estão relacionadas à maior ou menor ameaça de novos ingressantes: há uma ameaça iminente de entrada de companhias multinacionais via aquisições de redes de laboratórios brasileira. Este seria o caso de gerar maior competitividade no setor e é visto como benéfico para as pessoas e/ou entidades que usufruem destes serviços principalmente os planos de saúde e indiretamente os seus associados. Dificilmente se verá a entrada de uma nova empresa no mercado nacional que não seja via aquisição. O mercado está se consolidando cada vez mais e com isso os acordos com fornecedores estão cada vez mais vantajosos e portanto, seria mais difícil o início de uma nova empresa que ainda teria que ter estas conquistas pela frente.
- A pressão quanto à possibilidade de surgimento de produtos substitutos, isto é, produtos que desempenham a mesma função, entretanto, de outra base tecnológica: um produto substituto que esta surgindo frente a alguns laboratórios foi o serviço de “*one-stop-shopping*” em que o paciente ao invés de ir a um laboratório específico para cada exame que deverá fazer, terá em uma única unidade todos os exames disponíveis.
- Poder de barganha dos compradores: este está crescendo principalmente no caso dos planos de saúde que estão pleiteando melhores preços já que sabem da importância que têm para as receitas dos laboratórios.

- Poder de barganha dos fornecedores: este fator é considerável uma vez que apesar de o cliente ser muito importante para o fornecedor, este apresenta grande expansão das tecnologias tornando seus produtos cada vez mais importantes aos laboratórios.

4.2.3 Sistema brasileiro de saúde

O Brasil é o maior mercado privado de serviços relacionados à saúde da América Latina. Este setor é formado de prestadores de serviços (incluindo médicos, hospitais, clínicas e prestadores de serviços de análises clínicas e diagnósticos por imagem) e financiadores (incluindo órgãos públicos, companhias de seguro-saúde, cooperativas médicas, organizações de medicina de grupo, entre outros).

O sistema brasileiro de saúde consiste de um sistema público e um sistema privado. O sistema público é baseado no princípio de universalização de acesso à saúde, pelo qual todo cidadão brasileiro tem o direito ao acesso gratuito à assistência à saúde, garantido pela Constituição Federal. Em tese, esse sistema de gestão e financiamento dos serviços relacionados à saúde atende a todos os cidadãos brasileiros e inclui, também, os serviços de apoio médico. No entanto, devido à relativa ineficiência e à qualidade e confiabilidade questionáveis dos serviços financiados e/ou prestados pelo setor público, desenvolveu-se um setor privado de gestão e financiamento da saúde, que levou à modernização e ao aprimoramento dos prestadores privados de serviços de assistência à saúde e de apoio médico.

4.2.3.1 Sistema público

O SUS é o sistema público de saúde responsável por aproximadamente 50% do financiamento de todos os serviços de assistência à saúde e apoio médico no Brasil, servindo aproximadamente 79% da população brasileira de acordo com os dados do próprio governo, divulgados em 2004. O SUS integra todos os serviços de

assistência à saúde e apoio médico prestados por instituições públicas nas esferas federal, estadual e municipal, assim como instituições privadas (entidades sem fins lucrativos e entidades comerciais), que prestam serviços ao SUS por meio de contratos firmados com órgãos públicos. De acordo com o Ministério da Saúde, os investimentos totais em saúde no Brasil, incluindo despesas e custos administrativos, foram de R\$34,1 bilhões em 2000, R\$40,0 bilhões em 2001 e R\$46,6 bilhões em 2002.

O governo desempenha um papel preponderante no financiamento do sistema, mas não é um grande prestador de serviços, de tal forma que contrata a maior parte dos serviços de assistência à saúde e apoio médico do setor privado, tais como leitos hospitalares e serviços de análises clínicas e de diagnósticos por imagem. De acordo com a ANS, em julho de 2003 existiam 5.864 hospitais filiados ao SUS, bem como 63.662 clínicas ambulatoriais.

4.2.3.2 Sistema privado

O sistema privado pode ser dividido em pagadores privados e prestadores de serviços. Os pagadores privados respondem por aproximadamente 50% do total de financiamento do sistema, dentre os quais incluindo pacientes privados (5%) e planos de saúde (45%), e atendem a 21% da população. Os planos privados de saúde se enquadram em uma das quatro categorias descritas abaixo:

- Seguro-Saúde;
- Autogestões;
- Organizações de Medicina de Grupo;
- Cooperativas Médicas.

Os planos de saúde podem ser individuais, quando contratados diretamente entre os pacientes e os pagadores, e corporativos, quando os pacientes são atendidos por planos custeados pelos seus empregadores. O ministério da Saúde estima que, a partir do início deste ano, aproximadamente 80% do total de planos de saúde

privados sejam contratados por empresas, sendo que o restante corresponde a planos individuais.

De acordo com a ANS, o número de brasileiros cobertos por planos de saúde privados têm crescido de forma consistente durante os últimos anos, passando de aproximadamente 28,2 milhões em 2000 para 37,7 milhões de brasileiros em outubro de 2003, equivalente a aproximadamente 21,3% da população total. De acordo com a Lafis, uma empresa de consultoria, os gastos com saúde totalizaram aproximadamente R\$34,3 bilhões em 2002.

4.2.4 Setor brasileiro de diagnósticos médicos

Embora não existam dados precisos sobre o tamanho deste mercado no Brasil, estimativas da Booz Allen & Hamilton indicam que o setor de diagnósticos médicos respondeu por aproximadamente 11% do total do mercado de saúde no Brasil, equivalente a, aproximadamente, R\$9,0 bilhões em 2000. As análises clínicas respondem por 40% deste montante e os serviços de diagnósticos por imagem pelo restante. De acordo com um relatório divulgado pelo U.S. Institute of Medicine em 1999, aproximadamente 65% das decisões e tratamentos prescritos por médicos norte-americanos são baseadas no resultado de exames diagnósticos.

Diversos fatores que influenciam o crescimento do negócio de diagnósticos médicos nos Estados Unidos da América e Europa também impulsionam o setor brasileiro, tais como:

- o envelhecimento da população;
- o crescente reconhecimento da importância dos serviços de apoio diagnóstico às decisões médicas;
- a introdução de novas tecnologias, que possibilitam exames mais eficientes ao diagnóstico médico e que têm substituído os exames convencionais de análises clínicas e diagnósticos por imagem, gerando receitas maiores que os anteriores; e

- o desenvolvimento de novos medicamentos, o que pode aumentar a demanda por protocolos de pesquisa clínica.

4.2.4.1 Características do setor

O setor brasileiro de diagnósticos médicos continua a ser extremamente fragmentado, predominantemente ambulatorial (out-patient), e altamente dependente do reconhecimento da marca, com a maior parte dos prestadores oferecendo uma quantidade limitada de serviços.

- Mercado fragmentado. Há centenas de empresas prestadoras de serviços, com escala limitada, sendo que a grande maioria conta com apenas uma unidade de atendimento a pacientes. As estimativas do setor indicam a existência de 15.000 laboratórios e 45.000 postos de coleta no Brasil.
- Atendimento predominantemente ambulatorial. Ao contrário dos Estados Unidos da América e do Canadá, por exemplo, a base de atendimento hospitalar é pequena. Como resultado, os pacientes atendidos pelo setor privado escolhem seus próprios médicos, procedimentos diagnósticos e hospitais levando em conta os seguintes fatores: (i) conveniência, (ii) localização, (iii) cobertura do plano de saúde, (iv) recomendação dos médicos, e (v) publicidade “boca-a-boca”.
- Presença geográfica regional. A maior parte dos laboratórios consiste de uma ou mais unidades com presença geográfica limitada a um único município ou área urbana específica.
- Reconhecimento da marca. Independentemente do tamanho ou do escopo dos serviços prestados, a marca é uma das características mais importantes para que os prestadores de serviços de diagnóstico atraiam e mantenham pacientes. O estreito relacionamento com os pacientes, bem como com a comunidade médica local, possibilita que os laboratórios mantenham altos níveis de fidelização dos pacientes.
- Variedade limitada de serviços. Os prestadores de serviços geralmente limitam-se a realizar apenas exames de análises clínicas, ou de diagnósticos

por imagem, sendo comum até a especialização em apenas um grupo específico de exames. Esta característica faz com que pacientes tenham que se dirigir a diversos prestadores para a realização de todos os seus exames.

- Segmentação sócio-econômica. Muitos prestadores se especializaram no atendimento a segmentos específicos de mercado. Esta segmentação limita a capacidade de um mesmo prestador atender às demandas específicas das diversas classes sócio-econômicas, possuidoras de diferentes categorias de planos de saúde.

Embora não tenha ocorrido uma mudança significativa nas características deste setor nos últimos dez anos, algumas empresas de grande porte, em São Paulo e mais recentemente no Rio de Janeiro, têm ganho participação de mercado por meio da integração de serviços de análises clínicas e de diagnósticos por imagem, adotando o conceito de “*one-stop-shopping*”, onde pacientes têm a conveniência de realizar uma grande variedade de exames em uma mesma unidade. Adicionalmente, exames de diagnósticos por imagem podem ser realizados durante o dia inteiro, ao contrário de exames de análises clínicas, que são concentrados no período da manhã.

Todo este movimento tem resultado no aumento significativo de pacientes atendidos por estas empresas, o que por sua vez se traduz em:

- altas taxas de ocupação e diluição dos custos fixos;
- uso de recursos de robótica e informática, que levam à maior precisão e exatidão dos exames realizados;
- centralização no processamento dos exames realizados; e
- integração do sistema de logística.

Finalmente, estas empresas de maior porte vêm expandindo sua presença geográfica, abrindo unidades em outras regiões do País.

Estas empresas têm considerável vantagem competitiva, pois somente prestadores com escala suficiente contam com condições financeiras para adquirir equipamentos de última geração, desenvolvidos para uso em larga escala e conseguem atingir uma taxa de utilização de tais equipamentos de forma a obter retorno financeiro.

Adicionalmente, estas empresas estão mais bem posicionadas para atender às novas demandas de pacientes, médicos e planos de saúde, e têm contribuído para a transformação do setor no Brasil.

	Demandas	Impactos
Pacientes	Novas e melhores unidades de atendimento, capazes de cumprir com as necessidades de exames diagnósticos (one-stop-shop)	Aumento da quantidade de unidades de atendimento completas e melhor localizadas
Médicos	Qualidade assegurada e diminuição do tempo de entrega do resultado de um exame	Investimentos em automação de laboratórios centrais e sistemas médicos de informação
Planos de saúde	Melhorar as práticas médicas e de negócios que levarão a serviços com um menor custo e, portanto, a menores preços para os planos	Profissionalização das empresas de diagnósticos

Tabela 4.1 – Análise da demandas e dos impactos pelo atendimento das demandas. Fonte: Ministério da Saúde

4.2.4.2 Comparação entre o mercado de serviços de diagnóstico brasileiro, europeu e norte-americano

O quadro a seguir indica algumas diferenças básicas entre os mercados norte-americano e brasileiro de serviços de diagnósticos médicos.

	Estados Unidos	Brasil
Capacidade	Excesso de capacidade (altamente consolidado)	Falta de capacidade (altamente fragmentado)
Médicos	Laboratórios localizados em consultórios	Médicos não coletam amostras (não é permitido pelos pagadores e culturalmente não é aceito pelos pacientes)
Médicos	Opinião médica largamente seguida	Influência médica limitada (os pacientes escolhem seus prestadores)
Pagadores	Limitação per capita Medicare/Medicaid	Não há limitação per capita
Pacientes e modelos de negócio	Não há marcas. Serviços de análises clínicas	Identificação por marcas. Junção de serviços de análises clínicas e serviços de diagnósticos por imagens.

Tabela 4.2 – Comparativo mercado americano e brasileiro. Fonte: Ministério da Saúde.

Os serviços de diagnósticos prestados nos mercados brasileiro, europeu e norte-americano apresentam várias semelhanças do ponto de vista técnico e científico, tais como:

- a literatura médica norte-americana e européia tem larga influência sobre a prática médica brasileira;

- os principais formadores de opinião da classe médica receberam formação acadêmica em universidades norte-americanas ou europeias;
- os padrões de controle e avaliação de qualidade dos serviços são os mesmos (ISO, CAP e Seis Sigma);
- os fornecedores de equipamentos médicos e reagentes são comuns a estes mercados;
- a tecnologia utilizada pelos principais prestadores de serviços é equivalente; e
- os tipos de exames de análises clínicas e de diagnósticos por imagens disponíveis são os mesmos.

Não obstante estas semelhanças, o mercado brasileiro de serviços de diagnóstico difere em várias características do mercado norte-americano. Primeiramente, o mercado brasileiro é predominantemente ambulatorial. Ao invés das amostras serem coletadas nos consultórios médicos, os pacientes procuram unidades de atendimento de empresas prestadoras de serviços de diagnóstico, portando as respectivas requisições médicas. A decisão final na escolha do prestador de serviços de diagnóstico é do paciente. Esta escolha é geralmente baseada em diversos fatores, dentre os quais a conveniência, a localização geográfica, a cobertura do plano de saúde e a indicação do médico. Neste cenário, o reconhecimento da marca pelo paciente é extremamente importante.

Além disso, diferentemente do que ocorre nos Estados Unidos, o porte dos hospitais no Brasil não viabiliza a prestação de serviços de diagnóstico de forma economicamente eficiente. Vários hospitais começaram a terceirizar a prestação de serviços de diagnóstico necessários para o atendimento de seus pacientes internados.

4.2.4.3 Cenário atual do mercado de laboratórios de análises clínicas no Brasil

Os principais laboratórios do país são, em sua maioria, empresas de médio e grande portes, de propriedade familiar e gestão também familiar ou parcialmente profissionalizada. Quase todos possuíam ou possuem sede técnico-administrativa

própria, geralmente com modernas instalações, vários postos de coleta, sendo alguns deles franqueados.

As companhias inseridas neste mercado vem caminhando, por exigência de mercado, rumo a conquistas de certificados e prêmios de qualidade, como por exemplo ISO 9002, PALC (Programa de Acreditação para Laboratórios Clínicos) e certificação pelo INMETRO. Os grandes laboratórios tem parceria com os principais convênios de saúde. O mix de exames é, em média, normalmente dado por:

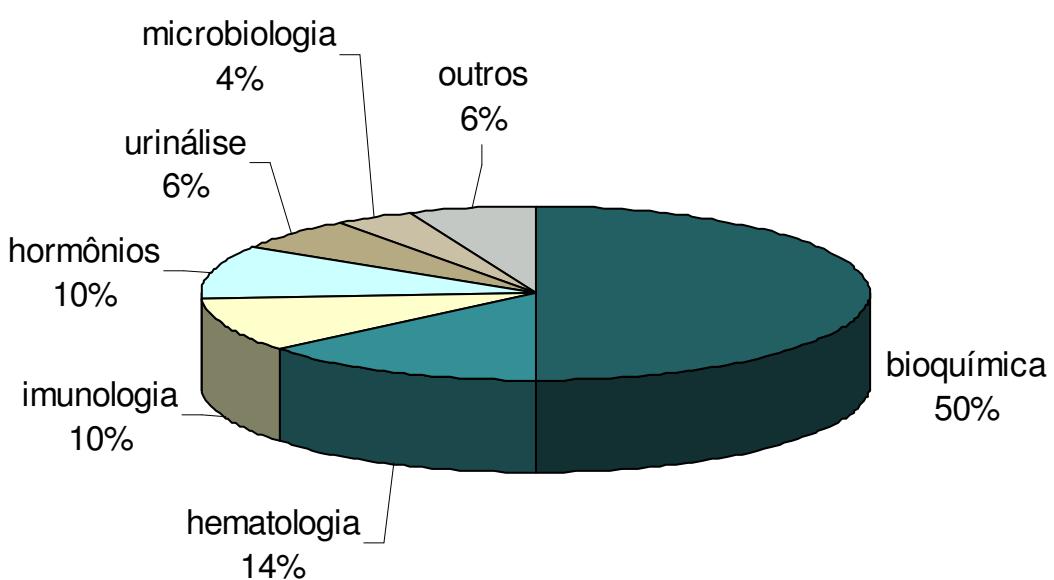


Figura 4.2 – Mix de exames dos laboratórios de análises clínicas do país. Fonte: Cavalcanti (2006).

Os outros são representados por uma porcentagem média de 2% para parasitologia; biologia molecular; e citologia e histopatologia.

4.2.4.3.1 Principais *players* no mercado nacional

Para seleção e caracterização das principais companhias do setor, deve-se buscar aquelas com maior importância nos serviços que oferecem, no mercado nacional e regional.

As variáveis mais importantes de análise são: início das atividades, região(ões) de atuação, serviços prestados, crescimento de suas receitas, capacidade de atendimento da demanda da população, realização de investimentos, perspectivas

para o futuro, credibilidade da marca, qualidade na prestação de serviços além da reputação frente a seus funcionários.

Em virtude de se tratar de um trabalho de formatura o autor optou por apenas apresentar uma análise mais detalhada do principal *player* do Brasil (DASA) e um breve resumo dos demais.

- Diagnósticos da América S/A (DASA)

A empresa terá uma análise um pouco mais abrangente em relação às demais já que além de ser a maior rede de laboratórios da América Latina, é o grande exemplo nacional de empresa em crescimento seja este através de novas unidades (orgânico) ou ainda, principalmente, via aquisições de grandes laboratórios espalhados pelo país, e a única companhia com capital em bolsa no Brasil deste setor. Este fato facilita a coleta de informações a respeito da DASA uma vez que a empresa tem uma área de relacionamento com investidores que tem a obrigação de fornecer frequentemente dados sobre a empresa.

Seus principais serviços englobam: análises clínicas, diagnóstico por imagem, oftalmologia diagnóstica, vacinas, serviços a empresas, pesquisa clínica, parcerias, serviços de terceirização laboratorial, apoio a laboratórios.

A Diagnósticos da América S/A (DASA) é uma empresa que surgiu de uma parceria do Laboratório Delboni Auriemo com investimento de fundos de private equity do Banco Patrimônio e de consequentes processos de fusão e aquisição de laboratórios de análises clínicas no Brasil: Lavoisier e Bronstein. A DASA é uma empresa que atua no setor de serviços de diagnósticos médicos, abrangendo análises clínicas, diagnósticos por imagem e inclusive apoio. Com mais de 40 anos de história, a empresa vem seguindo, desde 1999, uma estratégia de expansão pautada no crescimento orgânico e via aquisições de empresas prestadoras de serviços de análises clínicas e de diagnósticos por imagem, cuidadosamente selecionadas e com marcas bem-posicionadas no mercado, a citar: Laboratórios Lâmina, Curitiba Santa Casa, Elkis e Furlaneto e um centro de diagnósticos por imagem denominado Centro Radiológico da Lagoa (CRL).

A empresa é no momento a maior do ramo de medicina diagnóstica da América Latina, baseando-se em parâmetros de comparação com receita bruta e quantidade de requisições. Hoje em dia, a rede de atendimento soma mais de 150 unidades (por volta de 27 franquias).

A DASA visa elevar os ganhos com economia de escala, essas expectativas residem no fato de que cada vez mais as decisões medicas são suportadas por exames de diagnósticos e há uma diversidade crescente de testes e equipamentos para diagnósticos oferecidos pelos fabricantes. Igualmente importantes para esse ganho de escala são: aumento da idade médica, devido a expectativa de vida da população brasileira ser cada vez maior e à crescente prática da medicina preventiva.

Em 19 de novembro de 2004 a DASA abriu capital nas Bolsas de Valores de São Paulo (Bovespa). As ações foram listadas no Novo Mercado da Bovespa, segmento onde são transacionadas ações de empresas que se dispõe voluntariamente a ter máxima transparência, em relação ao que é exigido pela legislação e governança corporativa (conjunto das melhores práticas de gestão corporativa), igualmente mais rígidas do que as presentes na legislação brasileira, perante o mercado. Essas regras ampliam os direitos dos acionistas e melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias.

A abertura de capital da DASA teve como objetivo um novo posicionamento no mercado e a preparação para um novo ciclo de expansão, por meio da captação de recursos para financiar o projeto de crescimento da empresa. Além disso, a abertura de capital vem reforçar a imagem institucional da companhia, consolidando sua posição diante do mercado e dos investidores como a maior e mais inovadora empresa da área de saúde na América Latina e é a primeira empresa do setor a negociar ações da Bolsa de Valores. O valor inicial de avaliação da empresa antes do inicio das negociações na Bovespa foi R\$ 1,06 bilhão. O valor atingiu o teto da faixa estimada pelo Banco UBS, instituição líder da oferta inicial de ações da companhia, superando até mesmo as expectativas dos envolvidos na operação.

Os recursos oriundos dessas negociações deverão ser direcionados, principalmente, aos investimentos em expansão da rede de atendimento, pelo crescimento orgânico

e pelas futuras aquisições de empresas prestadoras de serviços de diagnóstico, nos seguintes percentuais: 40% modernização de unidades existentes e abertura de novas unidades, 30% potenciais aquisições e capital de giro, e 30% redução de dívidas de curto prazo.

- Laboratório Bronstein Ltda.

O Laboratório Bronstein foi fundado em 1949, no Rio de Janeiro, pelo Dr. Manoel Bronstein e desde então investe em tecnologia da realização de exames de rotina e especializados. Em 1999, complementou cinqüenta anos de prestações de serviços em análises clínicas com uma rede de atendimento de mais de 20 postos de coleta no Estado do Rio de Janeiro.

O laboratório sempre se preocupou com a qualidade de seus serviços. Mantém, desde 1978, participação regular no programa de Controle de Qualidade Control-Lab supervisionando pela Sociedade Brasileira de Patologia Clínica, e é um dos sete laboratórios do Brasil a possuir todos os certificados de excelência nos Programas de Controle de Qualidade Control-Lab. Em 1998, os serviços de atendimento ao cliente e processos de realização de exames foram avaliados por auditores da DNV (Det Norske Veritas) que resultou na certificação segundo as normas ISO 9002. em agosto de 2000, nova auditoria foi realizada por especialistas da SBPC, o que garantiu o recebimento de mais um selo de qualidade: o PALC – Programa de Acreditação de Laboratórios Clínicos da SBPC.

- Laboratório Fleury

Fundado em 1926, o Fleury é o mais completo centro de medicina diagnóstica do País e realiza mais de 2.000 tipos de exames em 37 áreas da medicina. Trata-se de um centro de diagnósticos abrangente, que engloba, além de atividades em análises clínicas, o mais completo serviço ambulatorial de medicina diagnóstica no país, que inclui exames de imagem (medicina nuclear, raios X, ultrassonografia, tomografia computadorizada, ressonância magnética, mamografia, desitometria óssea), anatomia patológica, cardiologia, neurologia, otorrinolaringologia, urologia, pneumologia, endoscopia, broncoscopia, histeroscopia e medicina fetal.

O Fleury é o laboratório de referência para realização de exames mais complexos e de ponta para aproximadamente 900 dos mais renomados laboratórios clínicos e hospitais de todo o Brasil. Também mantém operações hospitalares, por meio de parcerias, onde o Fleury é o responsável técnico pelos diagnósticos, prestando inclusive assessoria médica ao corpo clínico 24 horas por dia. Com uma logística altamente eficiente, engloba opções variadas de recebimento de amostras e de transmissão de resultados, incluindo a Internet, que reduz distâncias e garante uma comunicação eficaz, fundamental para o acompanhamento dos resultados de seus pacientes.

O Fleury também foi a primeira empresa nacional a atuar em pesquisas clínicas multicêntricas para testes de novos medicamentos. Mais de 250 estudos envolvendo novos medicamentos foram realizados em parceria com o Fleury, que é responsável pela logística de coleta, análise de amostras, estruturação de relatórios e transferência eletrônica de resultados. Hoje, mantém contato com mais de 240 centros de pesquisa clínica no Brasil e no exterior, garantindo o padrão de qualidade exigido pela indústria farmacêutica e órgãos nacionais e internacionais que regulam estes estudos.

- Laboratórios Médicos Dr. Sérgio Franco

O Laboratório Medico Dr. Sérgio Franco, introduziu no Brasil exames hormonais, foi o primeiro laboratório do país a implantar um sistema de computador dentro do laboratório, ainda na década de 1970. Em 1983, o Dr. Sérgio Franco vendeu o laboratório para um grupo de médicos, do qual fazia parte o Dr. Isaias de Oliveira, mais tarde fundador do Laboratório Lâmina, juntamente com seu ex-sócio Dr. Alberto Rocha. No ano seguinte, o Dr. Sérgio Franco faleceu, e esse grupo de médicos revendeu o laboratório para duas empresas da área, na época: Golden Cross e Amil. O laboratório também conta com importantes certificados de qualidade, tendo sido o primeiro do Rio de Janeiro a ter Certificado ISO 9002, em 1998. Conta também com Certificação do INMETRO.

- Instituto Hermes Pardini

O laboratório foi fundado em agosto de 1959, em Belo Horizonte no estado de Minas Gerais onde concentra sua atuação até os dias atuais. Hoje ocupa posição de

destaque entre os grandes laboratórios do país. Possui atuação marcante nos serviços de apoio a outros laboratórios. Realiza diariamente um enorme número de exames.

Instituto Hermes Pardini possui um Sistema de Gestão da Qualidade ISO 9001:2000/SBAC:DICQ concedido pela certificadora norueguesa DNV e acreditado pela Sociedade Brasileira de Análises Clínicas (SBAC). Possui rotinas de Controle Interno da Qualidade.

Sua gama de serviços inclui além dos serviços de apoio: Anatomia patológica, citologia, diagnóstico por imagem, coleta domiciliar, escritórios regionais, exames de genética, exames de imagem, exames laboratoriais, medicina nuclear, vacinas, avião. Além de unidade veterinária e ainda uma unidade de criopreservação banco de sangue de cordão.

Outros players: Helion Povoa, Laboratório Lâmina, Delboni Auriemo, Álvaro e Lavoisier.

4.2.5 O setor de diagnósticos no mundo

Esta análise é importante principalmente porque estão surgindo os primeiros interesses das empresas estrangeiras de iniciar sua atuação no mercado brasileiro. Os países líderes no setor e que normalmente são monitorados nos estudos relativos a este mercado são: Estados Unidos e Canadá na América do Norte; Brasil e México, na América Latina; Alemanha, Itália, França, Espanha, Grã-Bretanha e Rússia, na Europa; Japão, China, Índia, Korea, Taiwan e Indonésia, no continente asiático.

Segundo informações do material sobre o setor de diagnósticos elaborado pela consultoria Frost & Sullivan em maio de 2005, o mercado apresentou em 2004, uma receita total de US\$ 28,68 bilhões sendo que os Estados Unidos continua, de forma consistente, a dominar o mercado. Os americanos apresentaram receitas de

US\$11,94 bilhões, totalizando um market-share global de 41,6%, enquanto que o Canadá, outra grande do setor, representa apenas 1,8% do mercado.

A Europa é a segunda maior região, com receitas de US\$9,60 bilhões, 33,5% do mercado, sendo a Alemanha a líder do continente. A Ásia, terceira colocada neste mercado, gerou US\$ 4,31 de receita em 2004, totalizando 15% do valor global. O Japão se constitui como o principal *player* da região.

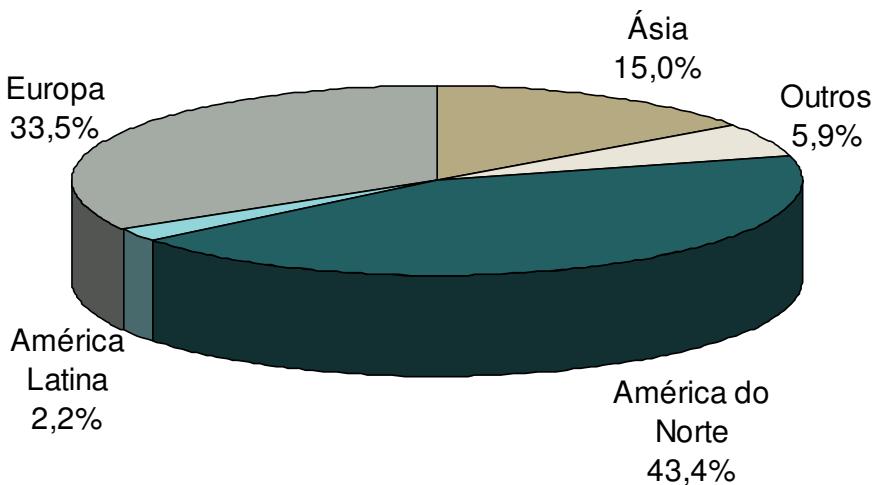


Figura 4.3 – Participação dos continentes no total de receitas geradas pelo setor. Fonte: Frost & Sullivan, maio/2005.

O mercado mundial de diagnósticos tem perspectivas de crescimento significante para os próximos 5 anos. É concentrado uma vez que três países (Estados Unidos, Japão e Alemanha) representam 63% da movimentação total. Entretanto os países com maior crescimento são China (14,4%), Taiwan (13,8%) e Coréia (13,2%).

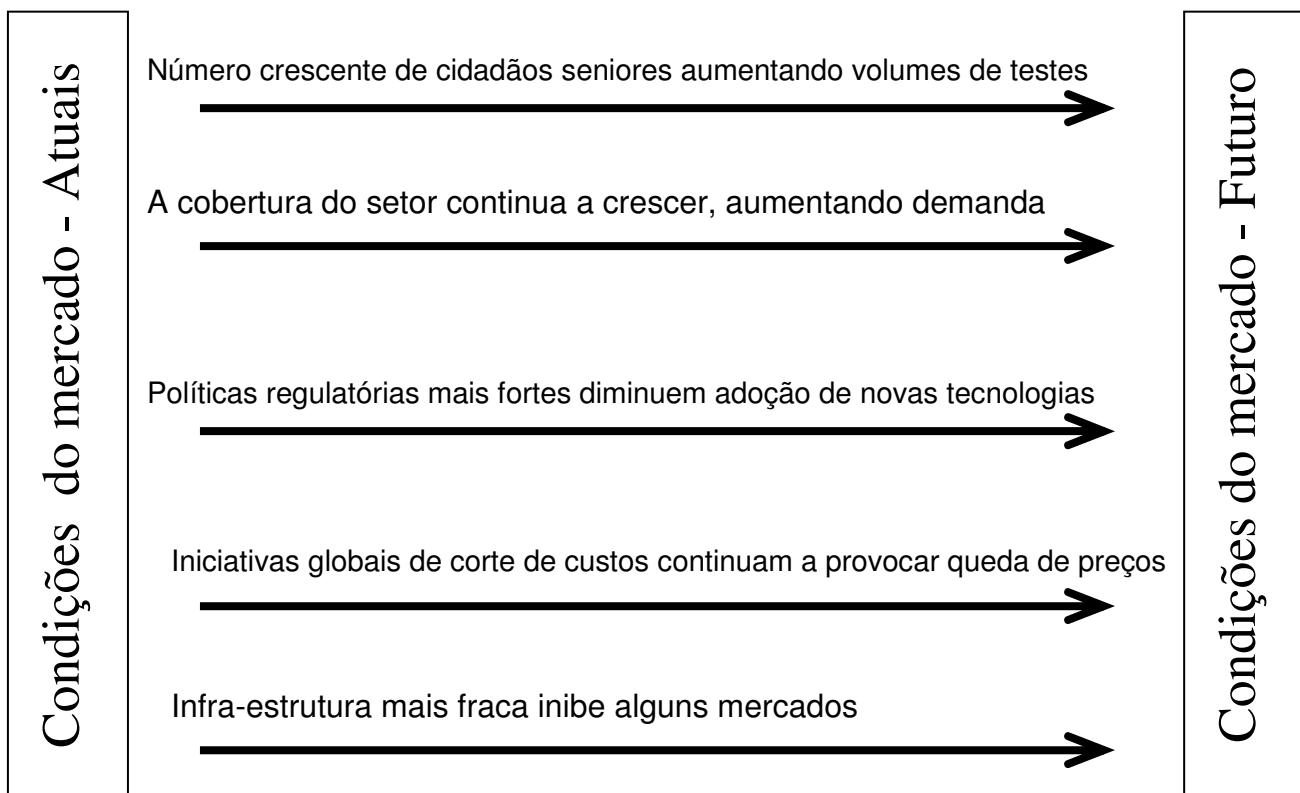
A indústria de diagnósticos é estável e apresenta especificação pouco influenciada pelos efeitos da inflação. Segundo informações do estudo feito pela consultoria Frost & Sullivan e também do material de apresentação a investidores do Quest, o mercado tem potencial que é constatado em fatos:

- ◆ Rápido envelhecimento da população;
- ◆ A incidência contínua de doenças garante o progresso e o uso da tecnologia dos laboratórios;
- ◆ Inovações na ciência e medicina;
- ◆ O crescente interesse das pessoas em cuidar de sua saúde;

- ◆ Ampliação do número de exames disponíveis através das descobertas acerca do genoma humano;
- ◆ Maior acesso da população mundial à saúde;
- ◆ Convergência de tecnologias: predisposição genética, exames de diagnósticos, diagnósticos por imagem e tecnologia de informação.

Além disso, segundo o Quest, os resultados provenientes dos laboratórios de diagnósticos influenciam mais de 70% das decisões tomadas pelos médicos, representando um custo de 3% do custo total com cuidados na saúde.

Figura 4.4 – Tendências do mercado e da tecnologia



4.2.5.1 Principais players no mundo

A seguir será apresentada uma breve descrição da principal empresa do setor nos Estados Unidos assim como um levantamento de outras companhias de destaque no mercado mundial.

Quest Diagnostics

Quest Diagnostics destaca-se tanto por ter uma das maiores redes globais de laboratórios quanto pelo desenvolvimento de pesquisas e experimentos para lançamento de novos medicamentos. As pesquisas clínicas podem assegurar a eficácia dos novos medicamentos.

A capacidade consolidada de seus laboratórios regionais, a expansão de sua presença internacional bem como a atuação do Instituto Nichols tornam a Quest capaz de oferecer a seus pacientes um gama de serviços completos que atenda a todas suas necessidades de diagnóstico e prognóstico clínico. A empresa atende um público anual de 145 milhões de pessoas.

Quest Diagnostics atualmente mantém sua expansão através da combinação de crescimento de seus negócios aliado ao aumento de suas aquisições.

Segundo a área de relações com investidores (RI) do Quest, a indústria de diagnósticos aprendeu o valor da ética por uma maneira muito árdua depois de sofrer sua própria crise em meados da década de 1990. Atualmente, o Quest valoriza muito ter uma reputação baseada em integridade (isto é, integridade de seus resultados, de suas finanças, divulgações ao público e controles internos).

Outros *players* de destaque: Unilabs, Sonic Health Care, BML Inc, Boimerieux e Ain Pharmaciez além de outros consolidados em outros setores além do ramo de laboratórios, como: Bayer, Roche Diagnostics e Johnson & Johnson.

4.2.6 Importância dos processos de F&A para laboratórios de análises clínicas

A globalização define uma nova era da história humana. A abertura de mercados ao comércio internacional, a migração de capitais, a uniformização e expansão tecnológica, tudo isso capitaneado por uma frenética expansão dos meios de comunicação, parecem ser forças incontroláveis a mudar hábitos e conceitos, procedimentos e instituições. O mundo atual aparenta estar cada vez menor, mais restrito com todos os seus cantos explorados e expostos à curiosidade e à ação

humana. É a globalização em seu sentido mais amplo, cujos reflexos se fazem sentir nos aspectos mais diversos da vida.

O mercado de laboratórios de análises clínicas no Brasil está dividido basicamente em dois grandes grupos: os laboratórios de pequeno e médio portes e os laboratórios de grande porte. Todos com capital 100% nacional e, em quase sua totalidade, empresas de gestão familiar sendo dirigidas por membros da família de duas ou mais gerações, concomitantemente.

Antigamente, os laboratórios de grande e médio portes possuíam equipamentos de automação cujos fornecedores eram as principais empresas do setor. As empresas de pequeno e médio portes em geral possuíam pequenos equipamentos semi-automatizados e/ou faziam uso de técnicas manuais de bancada e não possuíam sistemas informatizados para as rotinas de atendimento e técnicas.

A partir do final da década de 90, o mercado de análises clínicas começou a mudar, comandado por fusões e aquisições na área de fornecedores de insumos para os laboratórios. As empresas multinacionais começam a se desfazer de certas linhas de produtos e equipamentos ou desenvolvem parcerias na área diagnóstica de suas corporações. Processos importantes de venda e fusão ocorreram entre as empresas.

Analisando-se os processos de fusão e aquisição, pode-se concluir que eles ocorrem principalmente com o objetivo de as grandes empresas terem maior poder de penetração na área diagnóstica, isto é, com a finalidade de as empresas poderem comercializar equipamentos e ter maior poder de barganha com fornecedores e clientes. As empresas, portanto, procuraram adquirir outras cujo segmento de atuação fosse diferente, ou que tivesse um negócio sem tanta força no seu portfólio. Um exemplo: desenvolver uma linha de analisadores é caro e demorado, sedimentar esta linha no mercado também.

Essas fusões e aquisições permitiram as empresas atuantes na área de análises clínicas a oferecer a seus clientes a possibilidade de consolidação dos laboratórios como uma única marca de equipamentos e reagentes, pois as que ficaram no

mercado possuem todas as linhas de equipamentos analíticos e algumas até desenvolvem equipamentos pré-analíticos e pós-analíticos.

As necessidades crescentes de diminuição de custos e despesas, modernização do parque tecnológico, competitividade devido a grandes concorrentes, e de criar alianças entre as análises clínicas e os diagnósticos por imagem, dentre outros fatores, foram e continuam sendo os pontos primordiais que fizeram essas empresas buscarem formas de crescimento e capital financeiro por meio de fusões e aquisições.

4.2.7 Motivos para se investir no Brasil

Como a empresa Estágio possui clientes com sede no Brasil e a busca por investidores normalmente não fica restrita ao território nacional, é importante, como no estudo de caso apresentado, que se inclua na apresentação da empresa Cliente informações sobre o país de origem, o Brasil. Segundo a KPMG 60% do capital das F&A vem de fora do país o que reforça ainda mais esta atividade. Porém, cabe ao autor, responsável pela montagem da apresentação aos investidores saber “vender” o Brasil já que muitas empresas não conhecem a capacidade do país.

Portanto, a seguir segue um breve relato a respeito do Brasil elaborado pelo próprio autor com intuito de seduzir os investidores estrangeiros e contendo informações coletadas do governo federal e notas divulgadas pelos jornais e revistas.

O mercado brasileiro deverá oferecer uma série de oportunidades atraentes de investimento, dados o tamanho e a força da economia brasileira, as reformas estruturais destinadas a criar uma estrutura adequada para um crescimento sólido e sustentável e os desafios enfrentados pelas companhias nacionais privadas, notadamente as de pequeno e médio portes. As mudanças estruturais na economia reduziram a regulamentação em diversos setores, abriram a possibilidade de uma maior inserção no mercado global e criaram condições para um crescimento consistente. Algumas conquistas dos últimos 10 anos incluem flexibilização do câmbio, liberalização do comércio, eliminação de política de controle de preços e

salários, maior participação do setor privado em disciplina fiscal e monetária. Estas reformas foram as responsáveis pelo desempenho atual da economia brasileira, contando com crescimento, redução de taxa de desemprego, melhor distribuição de renda, abertura comercial e econômica e maior competição.

Essa clara melhora na estrutura macroeconômica do país gerará novas tendências de negócios, a destacar, oportunidades de investimentos externos. Se os resultados econômicos brasileiros persistirem, isto é, inflação baixa, disciplina fiscal e envolvimento crescente no mundo globalizado, tais tendências devem ficar mais claras. Os fundos de investimentos estão muito bem posicionados, devido à *expertise* de seus gestores e no aproveitamento das novas tendências de negócios.

4.3 Avaliação econômico-financeira

Para a realização da avaliação econômico-financeira, destaca-se a grande contribuição que pode ser fornecida por um engenheiro em vista dos seus conhecimentos adquiridos na área de estatística, matemática financeira, cálculo, engenharia econômica, contabilidade, economia e finanças.

Nesta seção, o autor optou por apresentar de forma resumida os cálculos realizados para se chegar ao valor da empresa em estudo. Esta postura foi tomada já que o trabalho tem como objetivo principal o desenvolvimento do fluxo que envolve os projetos de F&A do setor de laboratórios, dando ênfase aos pontos principais de cada etapa. Além disso, a avaliação econômico-financeira é tema abordado por muitas bibliografias e requer um estudo aprofundado para ser bem entendida e, portanto, não é através de uma tese de graduação que se obterá o aprendizado necessário para se fazer ou entender uma avaliação econômico-financeira.

Portanto, o autor decidiu focar na apresentação das fases que constituem a avaliação econômico-financeira, da planilha padrão que é largamente utilizada em diferentes projetos (anexo B) e também uma breve base conceitual acerca do assunto. As premissas utilizadas serão retratadas, porém também de forma sintética.

A avaliação é realizada no software Excel® da Microsoft, uma vez que sua estrutura de planilhas eletrônicas, fórmulas e programação permitem ao usuário organizar as informações de forma separada e integrá-las quando necessário. A confiabilidade e segurança de se operar com este aplicativo são extremamente altas, havendo riscos praticamente descartáveis de se ter algum problema grave durante a realização da avaliação. Este fato é importante uma vez que os bancos de investimentos trabalham com prazos curtos e o não cumprimento pode acarretar perda de negócios milionários.

O início desta etapa do projeto é dado pela coleta de informações da empresa Cliente. Este trabalho é executado pelo analista e pelo autor em conjunto com a diretoria da empresa fornecedora de informações. Com intuito de facilitar este processo, o autor elaborou uma lista padrão de informações a serem requisitada em cada projeto uma vez que, normalmente, para todo projeto tem-se semelhanças nas questões que são necessárias para realização do modelo e da apresentação aos investidores.

Com os dados disponíveis, o analista e o autor iniciam a fase de inclusão dos números no arquivo para realização do *valuation*. Para tanto, o autor buscou aperfeiçoar a estrutura do modelo que era utilizado para cada avaliação. Este modelo está apresentado no anexo B, contendo as fórmulas e variáveis importantes para cada cálculo ou demonstrativo financeiro. Normalmente há alguns ajustes a serem feitos dependendo da empresa e do setor em que atua, porém trabalhar com um arquivo padrão facilita e torna mais rápida a conclusão desta etapa do projeto.

O arquivo divide-se em algumas seções que são interligadas de forma a se chegar, por fim, ao resultado da empresa.

4.3.1 Avaliação econômico-financeira da empresa Cliente

O modelo da empresa Cliente tem dados históricos dos últimos quatro anos e outros cinco anos de projeção das variáveis operacionais da empresa e, consequentemente, do balanço patrimonial e do demonstrativo de resultados,

obtendo a projeção do fluxo de caixa da empresa para o período de previsão explícita (5 anos).

O modelo está dividido em planilhas de forma a facilitar o cálculo do valor da empresa. Cada planilha principal será explicada brevemente.

Macroeconomia: tratam-se de dados macroeconômicos fornecidos pela equipe econômica da empresa para que sejam considerados nos números projetados para a empresa Cliente.

Balanço Patrimonial (BP): projeção do BP da empresa. É importante ressaltar que o valor dos ativos de dos passivos devem ser iguais de forma a garantir a eficiência do modelo.

Demonstrativo de Resultado do exercício: apresenta o lucro líquido da empresa juntamente com as análises horizontal e vertical para visualização do crescimento anual das variáveis que compõem o resultado da empresa e de algumas margens de lucratividade (calculadas sobre a receita líquida), respectivamente.

Cálculo de impostos sobre vendas: PIS, COFINS, ISS além de descontos e cancelamentos.

Receitas: módulo para cálculo da receita bruta da empresa. Esta planilha conta com a projeção do volume de exames realizados em cada categoria de exames bem como o preço médio de cada categoria.

Despesas: envolve despesas com vendas, com pessoal e despesas gerais e administrativas. As despesas com vendas incluem comissões a vendedores e perdas no recebimento de clientes, enquanto que as gerais e administrativas englobam gastos com água, luz, telefone e internet, aluguel de equipamentos, honorários profissionais, material de escritório, conservação e limpeza. Já as despesas com pessoal estão relacionadas a gastos com folhas de pagamento de salário, encargos e participação nos lucros. Normalmente, o autor toma o cuidado de não adicionar a remuneração da equipe de vendas já que já foi computada no módulo de despesas na parte de comissão sobre vendas. A

projeção do número de funcionários para o futuro normalmente é feita pela própria administração da empresa em vista das perspectivas para a empresa e para o mercado. O reajuste salarial também é critério da diretoria. Neste caso, por exemplo, o ajuste é feito seguindo a variação do IPCA.

Custos: normalmente incluem os custos dos serviços prestados de forma separada em custos diretos e indiretos. Os custos diretos representam os custos com matéria-prima, reagentes, royalties, uma parcela dos custos com pessoal e ainda honorários médicos no caso da empresa Cliente. Além desses há outros custos normalmente envolvidos dependendo do ramo de atuação da empresa, como custos promocionais, uniformes.

IR e CSSL: cálculo segue a legislação nacional em que, para um regime de tributação por lucro real (como neste caso), o imposto de renda é calculado com alíquota base de 15% sobre o lucro antes dos impostos mais alíquota adicional de 10% sobre o mesmo lucro antes dos impostos excedente de 240 mil e a Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, somente com alíquota de 9% sobre o lucro antes dos impostos.

Dívida: é a planilha em que são realizados todos os cálculos dos financiamentos que a empresa possui e outros que porventura venha a contrair. A empresa Cliente tem o costume de utilizar o leasing operacional, modalidade de financiamento em que a empresa contratante arca com parcelas periódicas pelo uso de uma determinada máquina e, ao término do contrato, tem a opção de compra do equipamento por um valor pré-estipulado.

Resultado Financeiro: inclui receitas e despesas com fatores financeiros da operação da empresa. Algumas variáveis são: recebimento de juros por aplicações financeiras do excedente de caixa, juros sobre endividamento, variação monetária, CPMF, IOF, juros sobre capital próprio⁽¹⁾

Dividendos: seu cálculo está relacionado ao fluxo de caixa livre e ao lucro líquido do período. Sua distribuição aos acionistas é realizada ao final do ano

e o montante é determinado de forma a não prejudicar o caixa operacional da empresa.

Capital de giro: todos os giros de contas do balanço patrimonial (BP) utilizados para os anos de projeção. Os giros consistem na razão entre os valores das contas patrimoniais com a conta respectiva no balanço patrimonial. Um exemplo a ser citado são os dias de recebimento para clientes que representa o número de dias necessários para a empresa receber os pagamentos dos clientes. É calculado em função do faturamento. Os giros para o período de previsão são obtidos junto à direção da empresa Cliente ou através de valores históricos ou ainda de expectativas futuras para o mercado.

Fluxo de caixa livre – FCF: trata-se de uma forma mais ordenada de se apresenta o fluxo de caixa previsto para a empresa. A maior parte das informações parte da planilha de fluxo de caixa (CFS). É relevante ressaltar que o FCF inicia com o lucro operacional ajustando-se com os impostos e os descontos concedidos, diferentemente do módulo de fluxo de caixa que parte do lucro líquido. A separação fornecida é importante para refletir o caixa disponível para a empresa do disponível para o acionista.

ROIC e WACC: Nesta planilha é determinada a taxa de desconto que será aplicada ao fluxo de caixa livre. O seu cálculo é obtido a partir do custo do capital próprio, obtido através do CAPM e também do WACC, conforme apresentado no item 2.6.2.2. Para estes cálculos é necessária a utilização do Ibbotson Associates como fonte de informação para algumas variáveis além de algumas premissas como Risco Brasil e inflação. O ROIC pode ser obtido através de algumas fórmulas, porém normalmente é calculado de forma analítica:

$$ROIC = \frac{\text{LucroOperacional}}{\text{CapitalInvestido}}$$

Fluxo de Caixa Descontado (DCF): tem como principal função determinar o fechamento de caixa da empresa.

Valor da Empresa: nesta planilha é apresentado o valor da empresa. Este é obtido pela união do fluxo de caixa livre (FCF) descontado pela taxa de desconto (WACC) com o valor da perpetuidade, determinado nesta própria planilha, segundo teoria apresentada no capítulo 2.6.

As formas de cálculo do valor da empresa utilizadas pelo autor e detalhadas aqui seguem a metodologia de fluxo de caixa descontado, exposta no Item 4 e trabalhada por autores como Copeland *et al.* (2002), Damodaran (2002) e Martelanc *et al.* (2005). De forma similar, muitas obras e publicações apresentam também a idéia de trabalhar com planilhas integradas, sugerindo formas de disposição dos dados e estruturas para cálculo. Este modelo foi feito com bases em algumas dessas sugestões e exemplos de outros modelos disponíveis na empresa onde o autor realizou o estágio.

4.4 Pesquisa de múltiplos de transações

Esta avaliação por múltiplos de transação foi feita através do levantamento das fusões e aquisições que ocorreram no período de 01/01/1995 a 25/07/2006, obtido através da ferramenta Thomson Banker. Neste software o pesquisador tem a opção de escolher as informações desejadas e o autor optou por: Data de anúncio da transação, empresa alvo, país sede da empresa alvo, descrição das suas atividades (não será apresentada em virtude do seu conteúdo abrangente), empresa adquirente, país de origem da empresa adquirente, descrição das atividades da empresa adquirente (também não apresentada pelo mesmo motivo da empresa alvo), status da operação (se foi concluída ou em que fase se encontra), e alguns valores financeiros como: valor da empresa na data da transação, seu EBITDA dos últimos doze meses e o mesmo para sua receita líquida, e os múltiplos de EV/EBITDA e EV/Receita Líquida.

4.4.1 Características da pesquisa

Pesquisa saúde (healthcare)		
Período	1/1/1995	a 25/7/2006
Base total	19.474	
Concluídas	13.911	
1º Tratamento: contém informação		
Base total	1.211	
Pesquisa laboratórios médicos		
Período	1/1/1995	a 25/7/2006
Base total	651	
Concluídas	476	
1º Tratamento: com informação		
Base total	57	
2º Tratamento: mediana		
Base total	30	

Tabela 4.2 – Total de informações obtidas no Thomson Banker (26/07/2006).

Na pesquisa inicial buscando informações sobre laboratório, porém sem fazer qualquer filtro, os valores obtidos foram:

	EV/EBITDA	EV/Rec.Liq.
MÍNIMO	4,20	0,26
MÉDIA	30,00	1,99
MÁXIMO	378,28	6,76
MEDIANA	11,97	1,72
DESVIO PADRÃO	80,59	1,35
AMPLITUDE	374,08	6,50

Tabela 4.3 – Análise dos múltiplos obtidos através da pesquisa inicial. Fonte: Thomson Banker, 26/07/2006.

O desvio padrão elevado pode ser explicado pelas distorções que ocorrem devido a dinâmica do mercado, alianças corporativas, dentre outras possibilidades. Como não há a chance de se estudar caso a caso o motivo de valor tão acima da média de mercado, o autor buscou artifício no controle da qualidade para averiguar a dispersão dos dados.

Portanto, optou-se por utilizar o gráfico de controle da qualidade para averiguar tamanha dispersão dos dados. O conceito da análise é, considerando-se as transação de f&a como o processo, ver como os múltiplos transacionados vem se comportando. O gráfico de controle que serve para verificar a estabilidade do processo foi feito para a base de dados e está representado na figura seguinte.

4.4.2 Análise estatística pelos gráficos de controle

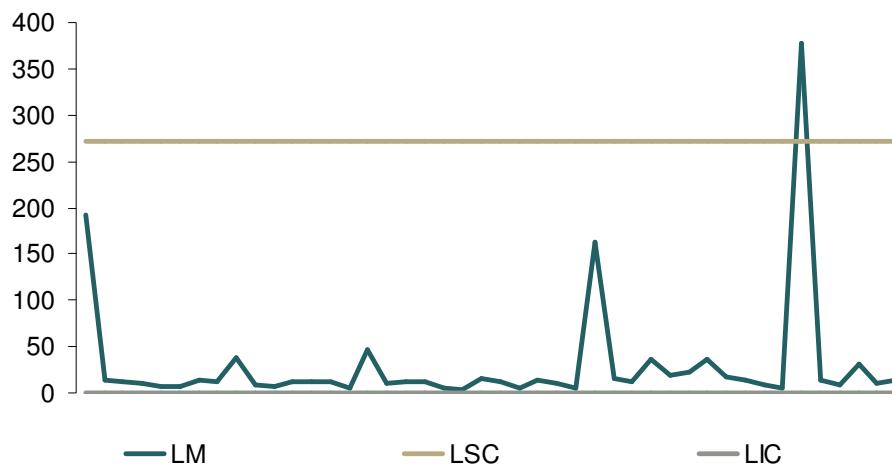


Figura 4.5 – Gráfico de Controle para os dados obtidos na pesquisa inicial.

Há apenas uma causa especial já que o desvio padrão é muito alto. Logo, para ter uma base de dados mais confiáveis, o autor tinha à disposição algumas opções:

- determinar um valor máximo e outro mínimo;
- determinar um valor aceitável de desvio-padrão;
- determinar um intervalo de confiança perante a mediana; e
- utilizar um determinado critério subjetivo.

A opção escolhida foi a de se estabelecer intervalos de confiança a partir da mediana (valor em linha com a média do mercado). Lembrando que nesta etapa é feita a divisão entre os tipos de aquisições, ou seja, de finalidade estratégica e as de finalidade de investimentos e obteve-se as seguintes análises:

Data Anúncio	Empresa Alvo	País sede	Empresa Adquirente	País sede	EV (US\$mil)	EBITDA LTM (\$mil)	Rec.Liq. LTM (\$mil)	EV / EBITDA	EV / Rec. Liq.
8/8/2005	LabOne Inc	Estados Unidos	Quest Diagnostics Inc	Estados Unidos	899.453	65,5	479,7	13,73	1,87
22/7/2005	Abano Healthcare Group	Nova Zelândia	Abano Healthcare Group	Nova Zelândia	64.998	5,2	46,4	12,96	1,44
8/4/2004	Isco Inc	Estados Unidos	Teledyne Technologies Inc	Estados Unidos	95.405	6,8	65,7	13,96	1,45
17/3/2004	Apogent Technologies Inc	Estados Unidos	Fisher Scientific Intl Inc	Estados Unidos	3.668.892	312,9	1.109,6	11,63	3,28
23/4/2003	Apogent Technologies Inc	Estados Unidos	Apogent Technologies Inc	Estados Unidos	2.537.345	318,4	1.106,2	7,80	2,25
9/12/2002	AmeriPath Inc	Estados Unidos	Amy Acquisition Corp	Estados Unidos	751.144	111,5	466,2	6,74	1,61
9/5/2002	Dynacare Inc	Estados Unidos	Laboratory Corp	Estados Unidos	670.243	54,7	410,1	12,26	1,63
2/4/2002	Unilab Corp	Estados Unidos	Quest Diagnostics Inc	Estados Unidos	831.324	69,5	420,4	11,97	1,98
4/10/2001	DC DiagnosticCare Inc	Canadá	Canadian Medical Lab	Canadá	14.931	2,6	59,6	5,78	0,26
9/4/2001	Alpha Healthcare Ltd	Austrália	Ramsay Health Care Ltd	Austrália	46.648	4,8	49,3	11,97	1,15
9/4/2001	Alpha Healthcare Ltd	Austrália	Ramsay Health Care Ltd	Austrália	46.648	4,8	49,3	11,97	1,15
31/1/2000	Thermo	Estados Unidos	Thermo Instrument	Estados Unidos	626.447	43,7	290,6	16,31	2,45
25/5/1999	Unilab Corp(Corning Inc)	Estados Unidos	Kelso & Co	Estados Unidos	394.576	35,0	226,4	11,37	1,76
22/4/1999	Hach Co	Estados Unidos	Danaher Corp	Estados Unidos	369.656	25,5	128,1	14,16	2,82
8/3/1999	LabOne Inc	Estados Unidos	Lab Holdings Inc	Estados Unidos	180.69	18,6	102,2	9,69	1,77
9/10/1998	Allegiance Corp	Estados Unidos	Cardinal Health Inc	Estados Unidos	5.335.236	344,2	4.350,8	15,69	1,24
8/9/1998	West Co Inc	Estados Unidos	West Co Inc	Estados Unidos	563.648	93,8	452,5	11,34	2,35
26/6/1997	Hach Co	Estados Unidos	Hach Co	Estados Unidos	182.461	23,5	121,5	16,96	3,28
20/6/1997	Wheelabrator Technologies	Estados Unidos	Waste Management Inc	Estados Unidos	3.129.770	393,1	952,3	8,17	3,37
25/3/1997	J Bibby & Sons PLC	Reino Unido	Barlow Ltd	África do Sul	639.601	106,4	1.164,7	5,87	0,54
12/12/1995	Wheelabrator Technologies	Estados Unidos	Wheelabrator Tech.	Estados Unidos	3.526.889	385,2	1.324,6	9,40	2,74

4.5 Pesquisa de múltiplos de mercado

Como a empresa cliente não tem capital em bolsa e tem um campo de atuação muito próximo ao DASA, a pesquisa de empresas comparáveis foi feita com o DASA como parâmetro. A partir deste estudo foi obtida uma listagem com empresas do mundo todo e foram selecionadas às que mais aproximam do Cliente pelo seu modelo de negócio.

Ticker	País	Nome	Market Value of Equity	Caixa	Dívida	Enterprise Value
4694	JP	BML INC	454,92	38,42	30,00	446,50
ULB	SW	Unilabs AS	329,62	23,55	53,11	359,18
LH	US	LabCorp	8.574,95	320,70	1.155,30	9.409,55
DGX	US	Quest Diagnostics	9.702,20	105,11	1.555,92	11.153,01
SHL	AU	Sonic Healthcare LTD	2.991,95	50,59	601,71	3.543,07
DASA 3	BZ	DASA	1.137,88	173,26	152,40	1.117,02
BIM	FP	Biomerieux	2.462,64	21,73	87,19	2.528,10
9627	JP	Ain Pharmaciez INC	207,21	17,64	85,77	275,34
moeda	US\$ milhões					
data	30/10/2006					

Tabela 4.6 – Cálculo do valor da empresa seguindo descrição da seção 3.5. Fonte: Bloomberg, 30/10/2006.

Ticker	País	Nome	Enterprise Value	Receita Líquida ⁽¹⁾	EBITDA ⁽¹⁾	EV/Rec.Liq.	EV/EBITDA
4694	JP	BML INC	446,50	542,60	63,08	0,82	7,08
ULB	SW	Unilabs AS	359,18	229,94	38,80	1,56	9,26
LH	US	LabCorp	9.409,55	3.514,40	817,70	2,68	11,51
DGX	US	Quest Diagnostics	11.153,01	6.157,82	1.236,42	1,81	9,02
SHL	AU	Sonic Healthcare LTD	3.543,07	1.215,71	249,88	2,91	14,18
DASA 3	BZ	DASA	1.117,02	263,02	45,04	4,25	24,80
BIM	FP	Biomerieux	2.528,10	1.259,23	279,46	2,01	9,05
9627	JP	Ain Pharmaciez INC	275,34	448,46	21,19	0,61	12,99

(1) últimos doze meses

moeda US\$ milhões

data 30/10/2006

Tabela 4.7 – Cálculo dos múltiplos das empresas comparáveis. Fonte: Bloomberg, 30/10/2006.

No anexo C encontra-se o levantamento completo feito para cada uma destas empresas.

Além desta análise, é importante buscar informações em *reports* de analistas de mercado para se ver a perspectiva quanto aos múltiplos para os próximos anos. Com base em um estudo do *Credit Suisse* realizado em maio deste ano, obteve-se os seguintes valores:

Ticker	País	Nome	Market Value of Equity	EBITDA CAGR 05-07	EV/EBITDA	
					2006e	2007e
LH	US	LabCorp	7.891,00	7%	9,80	8,70
DGX	US	Quest Diagnostics	11.905,00	11%	10,40	8,90
SHL	AU	Sonic Healthcare LTD	4.207,00	23%	13,10	11,30
DASA 3	BZ	DASA	1.445,00	42%	19,30	14,30
ULB	SW	Unilabs	287,00	13%	7,50	5,90

Fonte: Credit Suisse
moeda US\$ milhões
data 16/5/2006

Tabela 4.8 – Múltiplos projetados das empresas comparáveis. Fonte: Credit Suisse, 16/05/2006.

4.6 Busca por investidores

Nesta fase do projeto após ter realizado um detalhado estudo do setor com levantamento dos principais *players*, a empresa Estágio apresentou à empresa Cliente todas as empresas possivelmente interessadas e com caixa para realizar a compra.

Como na próxima fase a empresa Cliente terá que fornecer informações para a(s) empresa(s) que for negociar, ela deve ter o cuidado de optar por iniciar as conversas com aquelas de boa reputação, que irão cumprir os termos do contrato de confidencialidade e não usufruir de informações privilegiadas para executar suas atividades. Ou seja, dependendo da importância estratégica que a abertura de suas informações para um possível investidor, a empresa Cliente deve realmente procurar levar em consideração o impacto que a divulgação de que está interessada em ser vendida pode acarretar num curto prazo que é o período até o fechamento do negócio.

A empresa Cliente analisa as oportunidades e seleciona as empresas com as quais tem bom relacionamento e que acreditam ter uma reputação a zelar enquanto estiverem em processo de abertura de informações. Em seguida são feitos os primeiros contatos para analisar um possível interesse das empresas em fazer uma aquisição.

Há um modelo de carta que normalmente é levado para se apresentar o negócio que a empresa Estágio está procurando fazer para seu cliente. Esta também faz parte das contribuições do autor que criou um modelo para futuras necessidades.

Esta etapa é caracterizada pelo contato direto entre a empresa Estágio e as potenciais empresas Adquirentes. O dever da primeira é de representar seu cliente, mantendo a confidencialidade quanto a sua identidade, analisando se há interesse da outra parte em fazer uma transação. Em caso positivo, o contrato é então firmado e, posteriormente, o conteúdo das informações sobre a empresa Cliente é divulgado.

4.6.1 Cenário atual para *private equity* e *venture capital*

Conforme já mencionado esta análise é importante uma vez que há interesse de empresas deste segmento na compra da empresa Cliente. Além disso é um setor que está aumentando cada vez mais sua participação na economia e vem crescendo em importância para as transações de f&a.

O mercado de *private equity* e *venture capital* vive movimento inédito de internacionalização das operações. O empreendedorismo está se expandindo pelo mundo no mesmo ritmo do encurtamento das distâncias globais. O movimento hoje protagonizado pelos fundos de participação em empresas e de *venture capital* (VC) – o capital empreendedor aplicado em organizações nascentes e prósperas – não encontra fronteiras. A interdependência entre as comunidades de investidores já é um fato sem volta, ilustrado por um número sem precedentes de novas alianças estratégicas e redes informais de negócios, que operam cada vez mais focadas em mercados externos.

Em todo o mundo, esse mercado vive um momento de expansão inédita ou, pelo menos, do resgate de uma condição favorável experimentada em anos anteriores. No Brasil, dados da ABVCAP (Associação Brasileira de *Private Equity & Venture Capital*) apontam que os *private equities* e os VCs movimentarão cerca de US\$ 1 bilhão em 2006 e 2007, o dobro dos registros ao longo da última década. Em 2010, esse número pode chegar a US\$ 3 bilhões, conforme a entidade.

Há de se considerar o predomínio histórico da atuação dos investidores nacionais no próprio mercado interno e os poucos casos concretos, registrados até hoje, de projetos voltados ao exterior. Do grupo de fundos de investimento do Brasil, praticamente todos informam que a maior parte das operações das companhias que compõem seu portfólio estão sediadas no País.

À parte a liderança dos EUA, seguidos pelo bloco de países da Europa Ocidental (no qual 22% dos investidores internacionais demonstram interesse), o destino dos investimentos dos fundos de *private equities* e de VC é relativamente equilibrado entre as demais regiões: América Latina e Canadá (8%), Ásia Pacífico (9%), Europa Oriental (9%) e Europa Central (12%).

Apesar do cenário internacional positivo, uma série de fatores aparece como barreiras para a expansão do investimento em algumas regiões. Considerando o mercado global como um todo, o item mais assinalado pelos investidores como entrave para a realização de negócios em outros países é a falta de expertise nos mercados externos. A instabilidade política e econômica em alguns países latino-americanos é outro item muito citado pelos investidores internacionais.

Os dados coletados pela pesquisa “Tendências Globais em *Venture Capital*” sugerem que a intersecção entre os mercados de *venture capital* e *private equity* já consolidados e emergentes é iminente, mas não impulsiva. Muitos observadores do setor acreditam que os investimentos globais estão se expandindo lentamente e que os VCs estão se movendo cautelosamente, à medida que exploram o modelo de negócios mais adequado para a obtenção de melhores retornos aos investidores.

O estudo demonstra claramente que esse mercado está evoluindo para um modelo global de negócios pelo qual a busca de oportunidades não ficará restrita por barreiras geográficas. Contudo, esse novo modelo de negócios será muito mais complexo e competitivo do que o atual, requerendo que os fundos de VCs desenvolvam amplas redes internacionais. A pesquisa indica que esse novo modelo já está em construção pela comunidade de investidores e novas alianças estão em estágios de planejamento.

De maneira geral, os empreendedores e as oportunidades de negócios envolvendo setores de tecnologia são os grandes vencedores dos movimentos em curso. Com os VCs e *private equities* operando de forma colaborativa e sob uma base global crescente, eles deverão continuar procurando por empreendedores de qualidade e por novas tecnologias promissoras em todas as partes do mundo.

4.6.2 O cenário do mercado de capitais

Segundo pesquisa elaborada pela Deloitte com 200 empresas acerca da dinâmica das operações corporativas de compra, venda e fusão, em 2006, os dados revelaram, por exemplo, que, das empresas que já participaram de operações de fusão e aquisição no Brasil, 65% ainda não mantêm ações listadas em bolsa de valores.

Esse grupo de empresas aponta como motivos para não abrir o capital principalmente o fato de a organização não precisar de recursos externos. A segunda razão mais apontada diz respeito à obrigatoriedade de divulgar informações financeiras e operacionais ao mercado. As razões que poderiam contribuir para uma possível abertura de capital seriam o acesso a capital para investimento e a possibilidade de proporcionar liquidez a sócios financeiros e/ou herdeiros.

A liquidez na abertura de capital ganha importância especialmente no caso de empresas familiares, que podem identificar neste ponto uma alternativa atrativa para a saída de sócios ou herdeiros, sem que isso prejudique a continuidade da empresa ou sua situação financeira. Esse potencial de liquidez se torna atraente também para fundos de *private equity*, que podem aumentar seu volume de aquisições de participação em empresas fechadas, pois não dependeriam apenas da venda para investidores estratégicos para sair do negócio no prazo que consideram adequado.

À parte esses benefícios diretos às empresas envolvidas e aos fundos de *private equity*, a entrada no mercado de capitais pode ser também uma forma de profissionalizar a gestão e perpetuar o negócio. Por outro lado, à medida que o

mercado de capitais se fortalece, tornando-se ativo e representativo dos vários setores da economia, abre-se um amplo leque de possibilidades para viabilizar estratégias de crescimento empresarial por meio de operações de fusão e aquisição envolvendo troca de ações, que já são muito comuns em países que possuem um mercado de capitais consolidado.

4.7 Negociações

O autor não atua diretamente desta fase uma vez que não participa das reuniões de negociação com os potenciais investidores. Normalmente, a participação nesta etapa cabe somente o gestor enquanto que os analistas e o autor realizam os estudos necessários para o gestor levar à mesa de negociação.

Porém o gestor se compromete a transmitir aos outros membros da equipe os acontecimentos das reuniões além de abrir espaço para que todos dêem suas opiniões quanto a estratégia definida. É muito comum que esta seja alterada ao longo do caminho já que à medida que as conversas avançam e vai se conhecendo ainda mais as pessoas envolvidas nas negociações, fica mais fácil entender a que ponto pretendem chegar e usar estas descobertas em prol do Cliente.

Nesta seção o autor decidiu relatar brevemente as características de algumas negociações que ocorreram recentemente no mercado nacional do setor de laboratórios já que o estudo dos negócios realizados é muito importante nesta etapa do projeto. Isto porque, com estas informações de transações que ocorreram no mercado nacional e internacional fica mais acessível ao negociador (neste caso, o gestor) tentar obter vantagens para o seu Cliente.

No quadro a seguir há um histórico das transações do maior consolidador do mercado nacional Estes múltiplos servem de base para entender a forma como este grupo costuma agir nas transações.

Data	Laboratório	Localização	Preço (R\$ MM)	EV/Rec.Liq.	EV/EBITDA
4/4/2005	Pasteur	Brasília	6,0	0,7	5,8
6/7/2005	Frischmann Aisengart	Curitiba	30,0	1,1	6,7
17/10/2005	Image Memorial	Salvador	33,2	1,8	5,5
21/12/2005	Álvaro	27 estados	25,7	0,7	4,0
16/6/2006	Lab Pasteur	Fortaleza	13,0	0,9	
28/7/2006	Imuno (Medlabor)	Brasília	6,3	0,9	5,6
5/10/2006	Vita	Santa Catarina	4,5	0,5	5,4
26/10/2006	Atalaia	Goiânia	30,9	1,6	6,2

Tabela 4.9 – Transações realizadas pelo maior consolidador da América Latina. Fonte: web site DASA, 26/10/2006.

Segundo política aberta da própria empresa, eles não fecham negócios pagando acima de 7 vezes o *EBITDA* da empresa alvo. Além disso, parte do pagamento fica em uma conta separada para arcar com possíveis gastos com contingência. Esta conta é conhecida como *escrow*.

4.7.1 Estratégias de negociação

Serão apresentados alguns modos de negociação, apenas a título artifício a ser utilizado nas negociações futuras e nas em andamento.

É interessante destacar que as estratégias diferem bastante de empresa para empresa, principalmente caso sejam de diferentes setores ou ainda mais se forem de diferentes países. Os americanos tem um objetivo e uma forma de lidar com os negócios bem diferente dos europeus e sobretudo dos orientais, em especial os chineses.

Recentemente foi publicado na mídia um relato sobre um negócio envolvendo uma empresa chinesa. O Título da reportagem da Reuters do dia 14/07 deste ano, foi: “Arte da negociação encontra síndrome da China”. Neste texto fica notório que o Oriente tem maiores dificuldades e maiores paradigmas a enfrentar quando tem a oportunidade de compra ou venda de uma empresa.

Um trecho do texto é suficiente para entender um pouco do que aconteceu. “Os convites para a festa tinham sido enviados, as malas estavam feitas e os executivos da Millicom International Cellular estavam prontos para partir para Pequim e celebrar

a venda de sua empresa para a China Mobile Communications. Pouco antes dos executivos da Millicom partirem para o aeroporto de Luxemburgo, entretanto, seus parceiros chineses ligaram e cancelaram o negócio de US\$ 5,3 bilhões (em torno de R\$ 11,6 bilhões). Foi essa a conclusão do negócio após meses de negociações entre a empresa chinesa com fome de aquisições em indústrias de mercados emergentes e a Millicom, empresa de telefonia celular com nove milhões de assinantes em países em desenvolvimento.”

O impacto para a Millicom foi enorme e a empresa inclusive emitiu uma declaração naquele dia, 3 de julho, dizendo que tinha encerrado “todas as discussões relativas à potencial venda”. Suas ações prontamente caíram 25%. A desintegração do acordo, que teria sido a maior transação de uma estatal chinesa no exterior, expôs uma divisão entre o estilo de negociação chinês e o europeu e americano.

4.8 Cuidados no processo pós-fusão

De acordo com a fonte Wikipedia, historicamente, as fusões têm sido mal sucedidas no sentido de agregar valor aos acionistas da empresa adquirente.

O fechamento de uma transação não garante sucesso à organização que se resulta. Muitas fusões (em alguns segmentos, a maioria) resultam em uma perda de valor líquido por causa de problemas específicos. A correção de alguns problemas causados por incompatibilidade – tecnologia, equipamento, ou cultura corporativa – acaba tirando os recursos de novos investimentos e atrapalhando os planos da empresa. Para que a fusão não seja considerada fracassada, ela deve proporcionar um aumento aos acionistas mais rápido do que se a empresa estivesse separada, ou ainda, prevenir a deterioração do valor das ações mais do que se as empresas não estivessem se juntado.

Muitos trabalhos envolvem estudos acerca dos motivos que levam a transações fracassadas. Serão enumerados aqueles mais comuns:

- Avaliação excessivamente otimista do potencial do mercado;

- Superestimativa das sinergias;
- Erros de *due diligence*; e
- Lances elevados demais.

Um ponto a se considerar é que quanto mais tempo e esforços se dedicam a uma transação, mais difícil será admitir que ela não criará valor para os acionistas a um dado preço ou sob determinadas condições, independentemente da lógica empresarial por si só. Portanto as chances de se incorrer em erros nestes casos são maiores.

Uma outra grande dificuldade a ser considerada é possíveis problemas com gestão da equipe. Empresas são feitas de funcionários e portanto, esta consequência pode se tornar um grave problema para a empresa.

5. RESULTADOS E DISCUSSÕES

O projeto está próximo de completar um ano. As conversas já haviam sido iniciadas há quase dois anos, mas o projeto foi levado para frente desde a época em que o autor exerceu suas primeiras atividades na empresa. Segundo os analistas, a previsão de conclusão efetiva da transação é para o fim do ano corrente.

As negociações ainda estão em curso paralelamente ao processo de *due diligence*. O contrato de MOU já foi firmado e ao que tudo indica, a previsão será cumprida.

Já o resultado do trabalho para o autor foi muito positivo principalmente no que tange ao aprendizado. O fato de ter que estudar a fundo as etapas dos projetos e inclusive ter que buscar melhorias para cada uma delas contribuiu muito para um crescimento do background com respeito a este tema.

Alguns acontecimentos podem ser destacados: a experiência de conduzir de perto um projeto do porte deste estudo de caso, o fato de este caso ter sido o primeiro projeto do autor no ramo de f&a e de estar negociando com os maiores laboratórios do mundo com grande expertise em expansão vai aquisições.

5.1 Contribuições

Como já tratado anteriormente, o trabalho trata-se de uma proposta inovadora, de extrema utilidade para a empresa Estágio que até o momento não tinha sequer um trabalho realizado com esta preocupação.

A tabela 5.1 apresenta as melhorias realizadas em cada atividade.

Processo	Contribuições
Etapas	Propor a sistematização das fases dos projetos
Análise setorial	Inclusão de mais itens na análise
Avaliação econômico-financeira	Aliança com Modelo de Porter pela estrutura setorial
Múltiplos de mercado	Criação do arquivo modelo flexível para pequenos ajustes
Apresentação a investidores	Seleção das melhores fontes de informação
Apresentação para investidores	Levantamento das empresas comparáveis
Confidencialidade	Elaboração de discurso vendedor para o país de origem do Cliente
MOU	Criação de um exemplo de formato de apresentação
	Inclusão de alguns pontos interessantes
	Proposição de um modelo de contrato
	Proposição de um modelo de contrato

Tabela 5.1 – Contribuições do autor para cada etapa. Elaborado pelo autor.

O autor elaborou um fluxo modelo representando a disposição das etapas dentro de um projeto de f&a. Este fluxo foi subdividido em blocos de acordo com o envolvimento maior das partes envolvidas no projeto e também do surgimento de mudanças mais impactantes na dinâmica dos negócios.

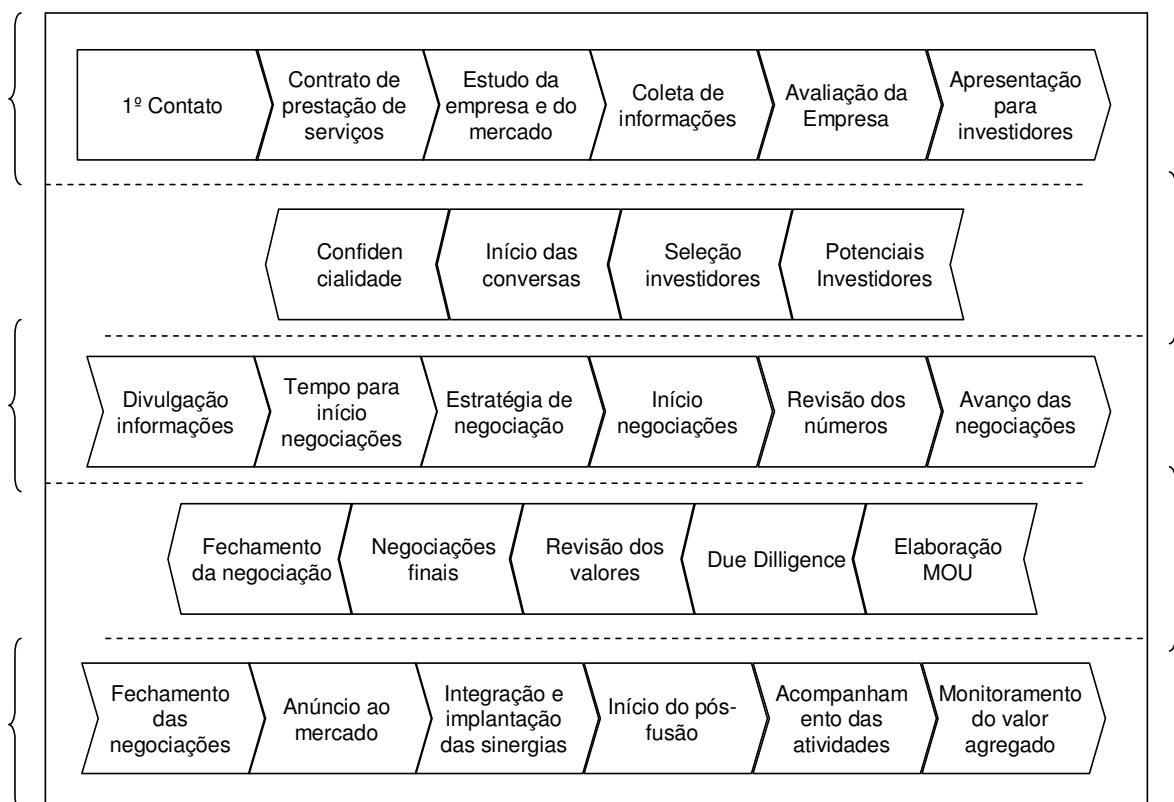


Figura 5.1 – Etapas de um projeto de F&A, elaborado pelo autor.

Além disso, montou a Matriz de Responsabilidades, ferramenta de Gestão de Projetos para deixar mais claro o papel dos atores nos projetos de f&a.

Atividades	Empresa Estágio			Empresa Cliente	Empresa Adquirente
	Autor	Anal.	Gestor	Diretoria financeira	Diretoria financeira
1º Contato	P	C	R	R	-
Contrato de Serviço	C	C	A	A	-
Estudo da empresa e do mercado	R	R	P	-	-
Coleta de informações	R	P	P	I	-
Avaliação da empresa	R	P	P	-	-
Apresentação para investidores	R	P	P	-	-
Levantar potenciais interessados	C	C	R	C	-
Seleção dos investidores	C	C	C	A	-
Início das conversas	C	C	R	-	-
Contrato de confidencialidade	P	P	P	A	A
Início da divulgação das informações	P	P	I	-	R
Estratégia de negociação	P	P	R	C	-
Início das Negociações	C	C	R	C	R
Revisão de números	P	P	R	C	-
Avanço das negociações	C	C	R	C	R
Elaborar MoU	C	C	C	P	R
Início do Due Dilligence*	C	C	C	P	P
Revisão do valor	C	C	R	C	-
Negociações finais	C	C	R	C	R
Fechamento da negociação	C	C	P	A	A
Início do processo pós-fusão	C	C	C	P	R
Anúncio para o mercado	P	P	R	P	R

Tabela 5.2 – Matriz de Competências (ou Matriz de Responsabilidades), elaborado pelo autor.

Nota-se que o autor, de uma forma direta ou não, tem uma função em cada etapa do projeto, porém sua contribuição é maior nas fases iniciais.

O método proposto pelo autor está sendo utilizado nos projetos em andamento e, inicialmente, já é opinião comum a todos a excelente contribuição que este proporcionou ao trabalho da equipe de Advisory.

Fica, porém, um ponto a ser estudado relacionado à utilização deste método por outras empresas do ramo de f&a. O autor acredita que o fato de se lidar com pessoas experientes, há mais de 10 anos atuando no mercado, e ainda que estão acostumadas ao dinamismo da sua rotina de trabalho, a aceitação deste modelo é mais difícil já que acaba não havendo tempo para se pensar nas alternativas para se automatizar parte do trabalho. Ou seja, esta falta de modelo de projetos é resolvida com a própria experiência que estes profissionais têm.

Um desafio ao autor que tem um interesse muito grande por esta área de trabalho, é desenvolver um modelo que proporcione um valor agregado ainda maior, o que pode surgir à medida que o autor vai adquirindo mais conhecimentos no ramo.

6 CONCLUSÃO

Baseado nos trabalhos já realizados pela equipe de Advisory da empresa Estágio e nas pesquisas bibliográficas realizadas pelo autor, este trabalho se propôs a criar uma excelente sistematização dos projetos de F&A, que será de extrema utilidade para o grupo, para iniciantes e ainda, por ventura, para outros profissionais da área. Para sua realização foram utilizados alguns conceitos que proporcionaram grande contribuição à qualidade do trabalho final, a citar, gestão de projetos, engenharia econômica, matemática financeira, estatística e sistemas integrados de projetos.

O Capítulo 1 consiste na apresentação do tema principal, Fusões e Aquisições, e a importância de se fazer detalhadamente cada etapa envolvida nos projetos. Além disso, há um breve relato da relevância do estágio realizado pelo autor e a contribuição que seu trabalho proporcionará para a equipe responsável pelo projeto. Por fim, foram inclusas a descrição dos objetivos do trabalho e a delimitação de seu escopo, com intuito de deixar claro quais as delimitações do trabalho.

No Capítulo 2 consta a apresentação dos conceitos de Fusões e Aquisições e dos termos relacionados a este tema, para que facilitasse a compreensão do trabalho como um todo para um leitor mais leigo. O autor se preocupou em buscar definições nas fontes mais conceituadas dentre os analistas do setor para obter uma definição clara de todos os temas. Inclusive, há uma breve explicação dos tipos de transações, regulamentação das agências e órgãos governamentais e dificuldades encontradas. Em seguida, foram destacados os cenários atuais de F&A no mundo e no Brasil, aproveitando para fazer o mesmo para Private Equity e Venture Capital, e para empresas de capital em bolsa. O Capítulo não se restringiu somente a base conceitual do tema como trouxe uma rápida revisão bibliográfica acerca dos assuntos envolvidos em cada etapa do projeto, tais como métodos de avaliação de empresas, metodologia do fluxo de caixa descontado, desenvolvimento de análise setorial e metodologia de condução dos projetos segundo outros autores.

O Capítulo 3 foi apresentada a metodologia completa utilizada para realização do trabalho de formatura. O autor inclusive entrou em detalhes da metodologia aplicada

a algumas etapas do projeto como a Análise Setorial, avaliação econômico-financeira, análise por múltiplos tanto de mercado quanto de transações, padronização de documentos e contratos, dentre outras.

No Capítulo 4 iniciou, de fato, a discussão mais profunda deste Trabalho de Formatura, apresentando o estudo de caso, a característica da transação, os acontecimentos mais recentes envolvendo um potencial acordo. O projeto foi apresentado seguindo o seu fluxo de realização, etapa a etapa. O autor tomou o cuidado de enfatizar os pontos principais e suas contribuições para cada estágio. A análise setorial foi feita de maneira bem detalhada, com estudo do mercado interno e externo, levantamento dos principais *players*, perspectivas para o futuro e análise pelo Modelo de Porter. Foi apresentada a construção dos modelos de avaliação, explicando brevemente a finalidade de cada planilha e os cálculos realizados e incluindo, no anexo, o arquivo padrão criado. O mesmo foi feito para as análises por múltiplos de mercado e múltiplos de transação em que o autor procurou deixar de forma clara e resumida todos os cálculos e conceitos envolvidos.

Como resultado de todos os capítulos anteriores, o Capítulo 5 trouxe os impactos gerados pela realização do trabalho ao autor e também as suas contribuições etapa a etapa. O Capítulo foi aproveitado também para sintetizar a participação das partes envolvidas nos projetos através da Matriz de Competência, que é uma ferramenta de Gestão de Projetos. O autor ainda apresentou sua proposta de fluxo para os projetos de f&a.

É relevante destacar ainda que os números finais sobre a avaliação da empresa, a análise setorial detalhada, o estudo dos múltiplos, da gestão do projeto como um todo não são os únicos produtos resultantes desta obra. Com o objetivo proposto alcançado, este trabalho pode ainda ser fonte de novas idéias para o desenvolvimento de modelos de projetos mais interessantes e modernos, que poderão gerar retornos ainda maiores à empresa Estágio e outras que fizerem uso destes métodos.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e valor.** São Paulo: Atlas, 2003.

CAVALCANTI, R. **Globalização na área de Saúde.** 1 ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas: calculando e gerenciando o valor de empresas “Valuation”.** 3 ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

DAMODARAN, A. **Investment Valuation: tools and techniques for determining the value of any asset.** 2^a ed. New York: Wiley, 2002.

DE BARROS, B. T. **Fusões e Aquisições no Brasil: Entendendo as razões dos sucessos e fracassos.** 1 ed. São Paulo: Atlas, 2003.

DELOITTE. **Mercado de private equity e venture capital vive movimento inédito de internacionalização das operações.**

DE LUDICIBUS, S. **Análise de Balanços.** 7 ed. São Paulo: Atlas, 2001

FANCCHINI, Cláudia. Fusões e Aquisições voltam a níveis pré-bolha. **Valor Econômico**, 04 ago. 2006. Empresas, C3.

FROST & SULLIVAN. Global In Vitro Diagnostics Market Outlook. Maio/2005.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira.** 7^a ed. São Paulo: Harbra, 1997.

HARDING, D.; ROVIT, S. **Garantindo o sucesso em fusões e aquisições.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2005

IBBOTSON ASSOCIATES. **2006 Cost of Capital Yearbook**

_____. **2006 SBBI Valuation Edition Yearbook**

KPMG. **Pesquisa de fusões e aquisições 2005 – 4º trimestre.** Disponível em: www.kpmg.com.br. Acesso em 28/09/2006.

_____. Fusões & Aquisições no Brasil: Análise dos anos 90.

LINTNER, J. **The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets.** Review of Economics and Statistics 47, 13-37, 1965.

MARION, J.C. **Análise das demonstrações Contábeis: Contabilidade Empresarial.** 3 ed. São Paulo: Atlas, 2005

MARTELANC, R.; PASIN, R.; CAVALCANTE, F. **Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e gestão de valor.** São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.

MARTINS, E. **Contabilidade de Custos.** 9 ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MATARAZZO, D. C. & P.; OLIVEIRA, A. **Análise Financeira de Balanço.** 3 ed. São Paulo: Atlas, 1995

PORTER, M.E. **Estratégia Competitiva: Técnicas para análise de indústrias e da concorrência.** 2 ed. São Paulo: Campus, 2005.

PRICE WATERHOUSE COOPERS. **Fusões e Aquisições no Brasil Julho de 2006.** Disponível em: www.pwc.com.br.

RAPPAPORT, A. **Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores.** São Paulo: Atlas, 2001.

SERAPICOS, E. D. **Aquisição de uma empresa do setor plástico e uso da simulação no auxílio à tomada de decisão.** Trabalho de Formatura – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

THOMSON BANKER. Disponível em: <http://banker.thomsonib.com>. Acesso em 26/07/2006.

VERGARA, Sylvia Constant. **Gestão de Pessoas.** 2 ed. São Paulo: Atlas, 2000.

ANEXO A – Listagem das maiores operações entre 1990-1999

Adquirente e alvo, data de anúncio, valor da transação e forma de pagamento

Estados Unidos

AOL Time Warner; America Online e Time Warner (US\$166 bilhões excluindo dívidas, Ações: 100%, à Vista: 0%) (cobertura da PBS, CNN)

ExxonMobil; Exxon e Mobil Oil (Dec. 1998, \$77 bilhões, Ações: 100%, À vista: 0%) (Suns Online, CNN)

Citigroup; Citicorp e Travelers Group (1999, \$73 bilhões, Ações: 100%, À vista: 0%) (Cornell, Citigroup FAQ)

MCI Communications; com WorldCom; created MCI WorldCom (1997) (\$44 bilhões, Ações: 100%, À vista: 0%) (Departamento de Justiça, MCI.com)

ChevronTexaco; Chevron e Texaco (\$35 bilhão)

Walt Disney Company; com Capital Cities/ABC (1995) (\$19 bilhões)

Monsanto; com Pharmacia & Upjohn

Pfizer; com Warner-Lambert

JDS Uniphase; com SDL

Union Pacific Railroad; com Southern Pacific Railroad

Verizon; Bell Atlantic, GTE, e AirTouch Cellular

Europa

DaimlerChrysler; Daimler Benz e Chrysler (Anunciada Maio 1998 - Final 1998) (\$35 bilhões)

Vodafone; com Mannesmann (completada fev. 2000) (\$183 bilhões, 100% ações)
Total; com Petrofina, e Elf Aquitaine

BP; com Amoco (completada ago. 1998) (\$110 bilhões)

Novartis; Ciba-Geigy e Seoz in 1996

Japão

Mitsubishi Tokyo Financial Group

ANEXO A.1 – Listagem para período de 2000 a 2006

Estados Unidos

Sprint; com Nextel

Verizon com MCI

Kmart; com Sears, Roebuck (Anunciada 17 Novembro 2004) (\$11 bilhões, 55% ações, 45% à vista)

Hewlett-Packard; com Compaq (Anunciada set. 2001 - Final maio 2002) (\$25 bilhões)

NBC Universal; NBC e Vivendi Universal Entertainment

J.P. Morgan Chase, Bank One (anunciada 14 jan. 2004) (\$59 bilhões, Ações: 100%, À vista: 0%) (SNL)

Procter & Gamble buy Gillette (2005, \$54 bilhões)

Bank of America; com FleetBoston Financial (2003, \$47 bilhões)

Cingular e AT&T Wireless (Anunciada February - Final 16 Out 2004) (\$41 bilhões)

SBC e AT&T completada 18 nov. 2005

Macromedia Inc by Adobe Systems Inc (\$3.4 bilhões; fechado dia 05 Dez 2005)

Paramount; acquiring Dreamworks for \$3.1 bilhões

The Walt Disney Company; adquiriu Pixar, anunciado janeiro 2006, \$7 bilhões

Europa

Vivendi Universal; Vivendi SA e Seagram (fechado 19 Junho 2000) (\$32 bilhões,
Ações: 100%, À vista: 0%)

GlaxoWellcome com SmithKline Beecham (2000) (US\$76 bilhões)

Alcatel e Lucent Technologies, anunciado em abril 2006

Japão

Sumitomo Mitsui Banking Corporation

Mitsubishi UFJ Financial Group (fusão da Mitsubishi Tokyo Financial e UFJ, \$88 bilhões de market cap)

Vodafone Japan

ANEXO B – Planilhas do Modelo de avaliação econômico-financeira

A	B	C	D	E	F	G	H	M	N	O	P	Q	R
2	Premissas Macroeconômicas												
3	Indicadores Macroeconômicos												
4	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e		
5	6 PIB real (crescimento)	9,95%	1,30%	1,90%	-0,20%	5,20%	2,3%						
6	7 IGPM	5,97%	10,37%	25,30%	8,69%	12,42%	4,7%						
7	8 IPCA	5,97%	7,67%	12,55%	9,30%	7,60%	5,5%						
8	9 Dólar (final)	1,96	2,32	3,53	2,89	2,65	2,54						
9	10 Dólar (médio)	1,83	2,35	2,93	3,07	2,93	2,60						
10	11 Selic	17,31%	17,24%	19,16%	23,35%	16,25%	17,75%						
11	12 Selic Real	11,33%	9,57%	6,63%	14,05%	8,65%	12,25%						
12	13 TULP	10,8%	9,5%	9,9%	11,5%	9,8%	10,7%						
13	14 Taxa de Juros real americana	6,50%	1,75%	1,25%	1,00%	2,25%	1,00%						
14	15 Inflação americana	3,40%	1,60%	2,40%	1,90%	3,30%	3,00%						
15	19 População	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	
16	20 População Brasil	171.279.882	173.821.934	176.391.015	178.985.306	181.586.030	184.184.264						
17	21 % Crescimento		1,48%	1,48%	1,47%	1,45%	1,43%						
18	22 População MG	18.030.458	18.268.225	18.508.521	18.751.174	18.994.429	19.237.450						
19	23 % Crescimento		1,32%	1,32%	1,32%	1,31%	1,30%	1,28%					
20	24 População BH (região metropolitana)	4.357.942	4.409.874	4.462.424	4.515.601	4.569.411	4.623.114						
21	25 % Crescimento		1,19%	1,19%	1,19%	1,19%	1,19%	1,18%					
22	26 População BH (capital)	2.238.526	2.265.202	2.292.195	2.319.510	2.347.151	2.374.736						
23	27 % Crescimento		1,19%	1,19%	1,19%	1,19%	1,19%	1,18%					
24	28 Setor de saúde no Brasil	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	
25	29 Cobertura planos de saúde Brasil	28.150.000	31.204.000	35.360.000	38.665.000	40.600.000	42.589.400						
30	31 % Crescimento		10,85%	13,32%	9,35%	5,00%	4,90%						
31	32 % Índice de cobertura		18,0%	20,0%	21,6%	22,4%	23,1%						
32	33 Cobertura planos de saúde MG	16,4%											
33	34 % Crescimento												
34	35 % Índice de cobertura												
35	36 Cobertura planos de saúde MG	2.408.875	2.670.215	3.025.855	3.308.674	3.474.257	3.823.076						
36	37 % Crescimento		10,85%	13,32%	9,35%	5,00%	4,90%						
37	38 % Índice de cobertura		14,6%	16,3%	17,6%	18,3%	19,9%						
38	39 Cobertura planos de saúde BH (região metropolitana)	909.273	1.007.921	1.142.164	1.248.919	1.311.421	1.443.089						
39	40 % Crescimento		10,85%	13,32%	9,35%	5,00%	4,90%						
40	41 % Índice de cobertura		22,9%	25,6%	27,7%	28,7%	31,2%						
41	42 Cobertura planos de saúde BH (capital)	694.898	770.288	872.881	954.467	1.002.233	1.102.859						
42	43 % Crescimento		10,85%	13,32%	9,35%	5,00%	4,90%						
43	44 % Índice de cobertura		34,0%	38,1%	41,1%	42,7%	46,4%						
44	45 # de laboratórios							15.000	14.550				
45	46 % Crescimento								-3%				
46	47 População Brasil - Classes A	5,0%								131.771			
47	48 População MG - Classes A	5,0%								12.307			

A	B	C	D	E	F	G	H	M	N	O	P	Q	R
52													
53													
54	PIB												
55	PIB real Brasil (R\$ milhão)	1.101.255	1.115.571	1.136.767	1.134.494	1.193.487	1.220.938						
56	% Participação PIB MG	9,64%	9,47%	9,32%	9,32%	9,32%	9,32%						
57	% Participação PIB BH (Capital)	2,92%	2,97%	2,93%	2,87%	2,87%	2,92%						
58	PIB real MG (R\$ milhão)	106.161	105.645	105.947	105.735	111.233	113.791						
59	PIB real BH (R\$ milhão)	32.127	33.181	33.181	32.559	34.890	35.692						
60	PIB per capita Brasil real	6.430	6.418	6.445	6.338	6.573	6.629						
61	% Crescimento			-0,18%	0,42%	-1,65%	3,69%						
62	PIB per capita MG real	5.888	5.783	5.724	5.639	5.856	5.915						
63	% Crescimento			-1,78%	-1,02%	-1,49%	3,85%						
64	PIB per capita BH capital real	14.352	14.648	14.539	14.037	14.865	15.030						
65	% Crescimento			2,06%	-0,74%	-3,46%	5,90%						
66													
67													
68	Crescimento do setor de saúde												
69	Cresc. do mercado de exames lab BH (R\$)												
70	Correção de preços												
71	Cresc. do mercado de exames lab BH (volume)												
72	Crescimento cobertura planos de saúde												
73	Crescimento no número de exames/paciente												
74													
75													
76	Cresc. do mercado de exames lab BR (R\$)												
77	Correção de preços												
78	Cresc. do mercado de exames lab BR (volume)												
79	Crescimento cobertura planos de saúde												
80	Crescimento no número de exames/paciente												
81													
82													
83	Crescimento da população coberta por planos (BR)												
84	Bancos												
85													
86	Crescimento da população coberta por planos (BR)												
	Crescimento	12,9%	8,6%	5,3%	5,3%	5,0%	5,0%						

A	B	C	D	E	F	G	H	I	M	N	O	P	Q	R
2	Balanco Patrimonial													
3		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2006e	2008e	2009e	2010e		
4	5 ATIVO													
6 Circulante	SOMA(D7:D14)	SOMA(E7:E14)	SOMA(F7:F14)	SOMA(G7:G14)	SOMA(H7:H14)	SOMA(M7:M14)	SOMA(N7:N14)							
7 Caixa e Bancos	'C:\Corporate\El1													
8 Aplicações Financeiras														
9 Títulos e Valores Mobiliários														
10 Clientes														
11 Impostos a recuperar														
12 Adiantamentos diversos														
13 Estoques														
14 Despesas antecipadas														
15														
16 Realizável a Longo Prazo	SOMA(D17:D18)	SOMA(E17:E18)	SOMA(F17:F18)	SOMA(G17:G18)	SOMA(H17:H18)	L16	SOMA(N17:N18)							
17 Depósitos judiciais	'C:\Corporate\El1													
18 Investimentos temporários														
19														
20 Permanente	SOMA(D21:D22)	SOMA(E21:E23)	SOMA(F21:F23)	SOMA(G21:G22)	SOMA(H21:H23)	L20	SOMA(N21:N23)							
21 Investimentos	'C:\Corporate\El1													
22 Imobilizado														
23 (-) Depreciação acumulada														
24 TOTAL do Ativo	+D6+D16+D20	+E6+E16+E20	+F6+F16+F20	+G6+G16+G20	+H6+H16+H20	L24	SOMA(N20:N16:N6)							
25 PASSIVO														
26 Circulante	SOMA(D28:D35)	SOMA(E29:E35)	SOMA(F29:F35)	SOMA(G29:G31)	SOMA(H29:H35)	SOMA(M29:M35)	SOMA(N29:N35)							
27 Fornecedores	'C:\Corporate\El1													
28 Contas a pagar														
29 Obrigações trabalhistas														
30 Obrigações sociais e impostos a recolher														
31 Empêitimos e financiamentos														
32 Adiantamento de clientes														
33 Outros credores														
34														
35 Outros credores														
36														
37 Exigível a Longo Prazo	SOMA(D38:D41)	SOMA(E38:E41)	SOMA(F38:F41)	SOMA(G38:G41)	SOMA(H38:H41)	SOMA(M38:M41)	SOMA(N38:N41)							
38 Financiamentos	'C:\Corporate\El1													
39 Contribuições sociais a pagar														
40 Juros sobre capital próprio														
41 Outros credores														
42														
43 Patrimônio Líquido	SOMA(D44:D46)	SOMA(E44:E46)	SOMA(F44:F46)	SOMA(G44:G46)	SOMA(H44:H46)	SOMA(M44:M46)	SOMA(N44:N46)							
44 Capital Social	'C:\Corporate\El1													
45 Reservas de capital														
46 Lucros ou prejuízos acumulados														
47 TOTAL do Passivo	+D29+D31+D43	+E28+E37+E43	+F29+F37+F43	+G29+G37+G43	+H29+H37+H43	SOMA(M43:M57)	SOMA(N43:N57)							
48														
49 Check	+D24-D47	+E24-E47	+F24-F47	+G24-G47	+H24-H47	+M24-M47	+N24-N47							

A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R									
2 Demonstração do Resultado do Exercício																										
3 Receita Bruta																										
4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21									
		Prestação de serviço a associados	Vendas canceladas e descontos concedidos	Impostos e contribuições incidentes sobre vendas	Custo dos Serviços Prestados	Custo Bruto	(+) Receitas (Despesas) operacionais	Despesas gerais e administrativas	Despesas com pessoal	Perdas no recebimento de créditos	Despesas com depreciação	Outras receitas/despenses operacionais líquidas	(+) EBIT	EBITDA	Receitas (Despesas) Financeiras	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007e	2008e	2009e	2010e
		Prestação de serviço a particulares																								
		Deduções da Receita Bruta																								
		Vendas canceladas e descontos concedidos																								
		Impostos e contribuições incidentes sobre vendas																								
		(-) Receita Líquida																								
		(+) Custo dos Serviços Prestados																								
		Custo Bruto																								
		(+) Receitas (Despesas) operacionais																								
		Despesas gerais e administrativas																								
		Despesas com pessoal																								
		Perdas no recebimento de créditos																								
		Despesas com depreciação																								
		Outras receitas/despenses operacionais líquidas																								
		(+) EBIT																								
		EBITDA																								
		Receitas (Despesas) Financeiras																								
		22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43			
		Despesas financeiras																								
		Recebais financeiros																								
		(+/-) Resultado não operacional																								
		Resultado antes das provisões																								
		(+) Provisão para IR e CSLL																								
		(-/-) Provisão para IR e CSLL																								
		% Taxa Referência																								
		(+) Lucro Líquido do exercício																								
		30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51			
		Despesas financeiras																								
		(+/-) Resultado não operacional																								
		Resultado antes das provisões																								
		(+) Provisão para IR e CSLL																								
		(-/-) Provisão para IR e CSLL																								
		% Taxa Referência																								
		(+) Lucro Líquido da Periodicidade																								
		30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51			
		Despesas financeiras																								
		(+/-) Resultado não operacional																								
		Resultado antes das provisões																								
		(+) Provisão para IR e CSLL																								
		(-/-) Provisão para IR e CSLL																								
		% Taxa Referência																								
		(+) Lucro Líquido da Periodicidade																								
		30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51			
		Despesas financeiras																								
		(+/-) Resultado não operacional																								
		Resultado antes das provisões																								
		(+) Provisão para IR e CSLL																								
		(-/-) Provisão para IR e CSLL																								
		% Taxa Referência																								
		(+) Lucro Líquido da Periodicidade																								
		30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51			
		Despesas financeiras																								
		(+/-) Resultado não operacional																								
		Resultado antes das provisões																								
		(+) Provisão para IR e CSLL																								
		(-/-) Provisão para IR e CSLL																								
		% Taxa Referência																								
		(+) Lucro Líquido da Periodicidade																								
		30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51			
		Despesas financeiras																								
		(+/-) Resultado não operacional																								
		Resultado antes das provisões																								
		(+) Provisão para IR e CSLL																								
		(-/-) Provisão para IR e CSLL																								
		% Taxa Referência																								
		(+) Lucro Líquido da Periodicidade																								
		30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51			
		Despesas financeiras																								
		(+/-) Resultado não operacional																								
		Resultado antes das provisões																								
		(+) Provisão para IR e CSLL																								
		(-/-) Provisão para IR e CSLL																								
		% Taxa Referência																								
		(+) Lucro Líquido da Periodicidade																								
		30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51			
		Despesas financeiras																								
		(+/-) Resultado não operacional																								
		Resultado antes das provisões																								
		(+) Provisão para IR e CSLL																								
		(-/-) Provisão para IR e CSLL																								
		% Taxa Referência																								
		(+) Lucro Líquido da Periodicidade																								
		30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51			
		Despesas financeiras																								
		(+/-) Resultado não operacional																								
		Resultado antes das provisões																								
		(+) Provisão para IR e CSLL																								
		(-/-) Provisão para IR e CSLL																								
		% Taxa Referência																								
		(+) Lucro Líquido da Periodicidade																								
		30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50	51			
		Despesas financeiras																								
		(+/-) Resultado não operacional																								
		Resultado antes das provisões																								
		(+) Provisão para IR e CSLL																								
		(-/-) Provisão para IR e CSLL																								
		% Taxa Referência																								
		(+) Lucro Líquido da Periodicidade																								
		30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40	41	42	43	4										

A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O
2	Módulo de Dividendos													
3														
4														
5														
6														
7														
8														
9														
10	Dividendos													

A	B	C	D
2	Módulo de Giros		
3			
4			
5			
6	Dias para recebimento (Clientes)		
7	Dias para recebimento (Adiantamentos)		
8	Dias para recebimento (Imp. a recuperar)		
9	Dias para recebimento (Despesas adiantadas)		
10			
11	Dias de Estoque		
12	Dias para Pagamento (Fornecedores)		
13	Dias para Pagamento (Contas a Pagar)		
14	Dias para Pagamento (Impostos e contribuições)		
15	Dias para Pagamento (Salários e encargos sociais)		
16			
17	Caixa Operacional		
18			
19	Adiantamento de clientes		
			Dias/Faturamento

Dias/Faturamento
 Dias/CPV
 Dias/Impostos
 Dias/Despesas

Dias/Faturamento
 Dias/CPV
 Dias/Despesas
 Dias/CPV
 Dias/salários

A	B	C	D	E	F
1.) Betas para a Indústria					
2					Beta Desalav.
3	Indústria				
4	Medical Laboratories				
5	SIC 8071 (Ibbotson)				
6					
7	Risco Brasil				
8					
9	Prêmio por Risco Soberano Ajustado				
10					
11	Spread-over-Treasury C-Bond				
12	SoT Médio - Títulos Corp. Americanos (Rating B2)				
13					
14	Custo do capital próprio antes de ajustes				
15	Abordagens				
16	1. CAPM Modificado				
17					
18					
19	CAPM Modificado				
20					
21	Taxa livre de risco	4,50%			
22	Prêmio de risco de mercado (Ibbotson)	7,40%			
23	Beta de mercado da Indústria (SIC)	-			
24	Beta de mercado da Indústria (small-cap)	-			
25	Debt to Equity	-			
26	Marginal Tax Rate	-			
27	Prêmio da Indústria (SIC 807)	-4,21%			
28	Prêmio por tamanho	D28			
29	Diferencial de inflação	+C29			
30	Risco Brasil	D30			

A	B	C	D	E	F	G	H
34	Custo do capital próprio						
35							
36	Beta Ajustado						
38							
40	Taxa livre de risco (R_f) ⁽¹⁾		D21	C40			
41	Prêmio de risco do mercado (MRP) ⁽²⁾		D22	C41			
42	Beta Desalavancado	D23	+C42				
43	% Dívida/PL	(C69+C63)/(\$C(D69+D63)/(\$C\$98*1000))					
44	% Imposto de Renda	-DRE!N28					
45	Beta Alavancado	C42*(1+(C43* D42*(1+(D43*(1-D44))))					
46	Risco Brasil (R_b) ⁽³⁾	+\$F\$9					
47	Diferencial de inflação (D_{inf})	(1+Macroecon(1+Macroeconomia!J8)/(1+Macroeconomia!J17)-1					
48	Prêmio por tamanho (P_t)	D28	+C48				
49	Custo do capital próprio	C40+C46+C47 D40+D46+D47+D48+D41*D45					
50	% Debt/(Debt+PL)	C77/(C77+(\$C(D77/(D77+(\$C\$98*1000)))					
51	Custo médio da dívida	+C76	+D76				
54	% Imposto de Renda	C44	D44				
55	WACC	C49*(1-C50)+C D49*(1-D50)+D50*D51*(1-D54)					
56		C49-C47	D49-D47				
57							
58	PL médio	(BSIM43+BSI_ +(BSIN43+BSIM43)/2					
59							

ANEXO C – Levantamento de informações sobre as empresas comparáveis