

TATIANA CATALAN GOVÊA

**A IMPORTÂNCIA DA DUE DILIGENCE NA
AQUISIÇÃO DE EMPRESAS NO BRASIL**

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

**São Paulo
2002**

TF 2002
G746 i

TATIANA CATALAN GOVÊA

**A IMPORTÂNCIA DA DUE DILIGENCE NA
AQUISIÇÃO DE EMPRESAS NO BRASIL**

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

**Orientador:
Prof. Dr. Israel Brunstein**

**São Paulo
2002**

AGRADECIMENTOS

Ao professor Israel pela confiança e disposição em aceitar todas as minhas idéias;

À minha, sempre presente;

Ao meu pai pela inspiração e pelo apoio;

Ao Tiago, sempre disposto a ajudar;

À Maria pela paciência;

E aos colegas que durante os cinco anos se tornaram amigos.

RESUMO

O trabalho faz uma abordagem de todos os fatores relacionados à aquisição de empresas no Brasil. São englobados os principais conceitos, as condições que propiciam essas operações e as informações relativas à legislação que tange o assunto.

O foco do estudo são as metodologias e os fatores determinantes na formação do preço ideal de negociação da companhia em análise. A conclusão do trabalho é baseada em um caso prático que comprova a necessidade da aplicação da due diligence no processo, como uma ferramenta essencial na determinação do real valor da empresa.

ABSTRACT

The present study analyses relevant topics related to the acquisition of companies in Brazil. It includes important concepts, conditions that motivate this type of deal and all legal aspects involved.

The main issues of the project are the methodologies and the key factors to determine the ideal price to negotiate the company that is being analyzed. The conclusion of the report is based on a practical case that evidences the importance of due diligence as a tool to determine the real value of a company.

SUMÁRIO

CAPÍTULO 1 - CONSIDERAÇÕES INICIAIS	1
1.1 Apresentação do Trabalho	2
1.2 Etapas de um Processo de Aquisição	3
1.3 Abordagem Teórica – Valor para o Acionista	5
1.4 Por que o caminho da aquisição?	6
1.5 Estrutura do Trabalho	7
CAPÍTULO 2 - CONCEITOS	8
2.1 Aquisições	9
2.2 Tipos de Aquisições	10
2.3 Tipos de Negociação	11
2.4 Aquisições Estratégicas x Aquisições Financeiras	12
2.5 Valor	12
2.6 Definições	14
CAPÍTULO 3 - CENÁRIO	16
3.1 Fatores que levam às Ondas de Aquisições	17
3.2 Processos de Aquisição no Brasil	19
3.3 Objetivos de uma Aquisição	21
3.3.1 Sinergia	21
3.3.2 Market Share	22
3.3.3 Diversificação	23
3.3.4 Redução de Impostos	23
3.3.5 Defesa em Relação à Concorrência	23
3.3.6 Aquisição de Tecnologia	23
3.3.7 Aquisição de Marca	23
3.3.8 Redução do Custo do Capital	24
3.4 Causas de Fracasso nas Aquisições	25
CAPÍTULO 4 - ASPECTOS LEGAIS	27
4.1 Definições	28
4.2 Aspectos Societários Relativos à Aquisição	29
4.3 Aspectos Contábeis	31
4.3.1 Incorporação de Sociedades sob Controle Comum e Avaliação Patrimonial pelo Valor Contábil	31
4.3.2 Incorporação com Participação de uma Empresa em Outra	33
4.3.3 Normas Contábeis - BACEN	34
4.3.4 Normas Contábeis - CVM	35
4.4 Legislação Antitruste	36
Lei Antitruste	37
4.5 Benefício Fiscal	43

4.6 Órgãos Reguladores	44
4.6.1 CVM – Comissão de Valores Mobiliários	44
4.6.2 CMN/BACEN	45
4.6.3 Anatel – Agência Nacional de Telecomunicações	46
4.6.4 ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica	46
4.6.5 ANTT – Agência Nacional de Transportes Terrestres	47
CAPÍTULO 5 - SISTEMÁTICA DE AVALIAÇÃO	48
5.1 Relative Valuation	52
5.2 Análise de Transações Comparáveis	56
5.3 Fluxo da Caixa Descontado	59
5.3.1 Modelo do Fluxo de Caixa Descontado da Entidade	59
5.3.2 Fluxo de Caixa Livre	63
5.3.3 Determinação da Taxa de Desconto	64
5.3.4 Valor da Perpetuidade	71
CAPÍTULO 6 - DETERMINAÇÃO DO PREÇO	73
6.1 Due Dilligence	74
6.2 Leilão	79
6.3 Análise do Valor do Negócio para a Aquisitora	81
6.4 Cenários	83
6.5 Condições de Pagamento	85
6.6 Origem dos Recursos para Pagamento da Operação	86
Tipos de Financiamento	89
Financiadores	91
6.7 Estratégia no Leilão	93
CAPÍTULO 7 - NA PRÁTICA	95
7.1 A Empresa Segundo seu Balanço Patrimonial	96
7.2 Diligência Financeira	98
7.3 Diligência Fiscal	101
7.4 Diligência Trabalhista	103
7.5 Riscos Ambientais Identificados	104
7.6 Litígios Fiscais	104
7.7 Litígios Trabalhistas	105
7.8 Litígios Cíveis	105
7.9 Balanço Patrimonial Ajustado	106
CAPÍTULO 8 - CONCLUSÃO	109
CAPÍTULO 9 - BIBLIOGRAFIA	112
9.1 Livros	113
9.2 Artigos	114
9.3 Internet	114

CAPÍTULO 10 - ANEXOS	116
Anexo 1 – Tratamento Sumário de Atos de Concentração	117
Anexo 2 – Estrutura Ótima de Capital	140

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Custos x Benefícios da Aquisição da Antártica pela AMBEV.....42

Tabela 2: Valor da empresa em função da taxa de crescimento.....62

Tabela 3: Taxa de Retorno x Prêmio de Risco.....69

LISTA DE FIGURAS

<i>Figura 1: Fusões e Aquisições no Brasil por setor.....</i>	<i>20</i>
<i>Figura 2: Exemplo de Incorporação de Sociedades sob Controle Comum.....</i>	<i>31</i>
<i>Figura 3: Incorporação com participação de uma empresa em outra.....</i>	<i>33</i>
<i>Figura 4: Análise Econômica de Atos de Concentração.....</i>	<i>39</i>
<i>Figura 5: Sistemática de Avaliação.....</i>	<i>51</i>
<i>Figura 6: Valor x Número de clientes dos maiores bancos privados brasileiros..</i>	<i>54</i>
<i>Figura 7: Número de clientes x Valor de venda dos bancos privatizados.....</i>	<i>57</i>
<i>Figura 8: Fluxo de Caixa Descontado- Método da Entidade.....</i>	<i>60</i>
<i>Figura 9: Valor de Perpetuidade.....</i>	<i>61</i>
<i>Figura 10: Valor criado x Taxa de Crescimento.....</i>	<i>63</i>
<i>Figura 11: CAPM.....</i>	<i>67</i>
<i>Figura 12: Desvios do Beta.....</i>	<i>68</i>

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANATEL: Agência Nacional de Telecomunicações

ANEEL: Agência Nacional de Energia Elétrica

ANTT: Agência Nacional de Transportes Terrestres

BACEN: Banco Central do Brasil

CADE: Conselho Administrativo de Defesa Econômica do Ministério da Fazenda

CAPM (Capital Asset Pricing Model): Modelo de Precificação de Ativos de Capital

CMN: Conselho Monetário Nacional

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

FCD: Fluxo de Caixa Descontado

FCL: Fluxo de Caixa Livre

FISTEL: Fundo de Fiscalização das Telecomunicações

FV (Firme Value): Valor de Mercado Alavancado

g: taxa de crescimento da empresa

PDV: Plano de Demissão Voluntária

PL: Patrimônio Líquido

PLR: Participação nos Lucros e Resultados

SBDC: Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência

SDE: Secretaria de Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda

SEAE: Secretaria de Direito Econômico do Ministério da Justiça

RCI: Resultado Esperado sobre o Capital Investido

ROAJ: Resultado Operacional Antes dos Juros

WACC (Weighted Average Cost of Capital): Custo Médio Ponderado do Capital

ÍNDICE

CAPÍTULO 1 - CONSIDERAÇÕES INICIAIS	1
1.1 Apresentação do Trabalho	2
1.2 Etapas de um Processo de Aquisição	3
1.3 Abordagem Teórica – Valor para o Acionista	5
1.4 Por que o caminho da aquisição?	6
1.5 Estrutura do Trabalho	7
CAPÍTULO 2 - CONCEITOS	8
2.1 Aquisições	9
2.2 Tipos de Aquisições	10
2.3 Tipos de Negociação	11
2.4 Aquisições Estratégicas x Aquisições Financeiras	12
2.5 Valor	12
2.6 Definições	14
CAPÍTULO 3 - CENÁRIO	16
3.1 Fatores que levam às Ondas de Aquisições	17
3.2 Processos de Aquisição no Brasil	19
3.3 Objetivos de uma Aquisição	21
3.3.1 Sinergia	21
3.3.2 Market Share	22
3.3.3 Diversificação	23
3.3.4 Redução de Impostos	23
3.3.5 Defesa em Relação à Concorrência	23
3.3.6 Aquisição de Tecnologia	23
3.3.7 Aquisição de Marca	23
3.3.8 Redução do Custo do Capital	24
3.4 Causas de Fracasso nas Aquisições	25
CAPÍTULO 4 - ASPECTOS LEGAIS	27
4.1 Definições	28
4.2 Aspectos Societários Relativos à Aquisição	29
4.3 Aspectos Contábeis	31
4.3.1 Incorporação de Sociedades sob Controle Comum e Avaliação Patrimonial pelo Valor Contábil	31
4.3.2 Incorporação com Participação de uma Empresa em Outra	33
4.3.3 Normas Contábeis - BACEN	34
4.3.4 Normas Contábeis - CVM	35
4.4 Legislação Antitruste	36
Lei Antitruste	37
4.5 Benefício Fiscal	43
4.6 Órgãos Reguladores	44
4.6.1 CVM – Comissão de Valores Mobiliários	44

4.6.2 CMN/BACEN	45
4.6.3 Anatel – Agência Nacional de Telecomunicações	46
4.6.4 ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica	46
4.6.5 ANTT – Agência Nacional de Transportes Terrestres	47
CAPÍTULO 5 - SISTEMÁTICA DE AVALIAÇÃO	48
5.1 Relative Valuation	52
5.2 Análise de Transações Comparáveis	56
5.3 Fluxo da Caixa Descontado	59
5.3.1 Modelo do Fluxo de Caixa Descontado da Entidade	59
5.3.2 Fluxo de Caixa Livre	63
5.3.3 Determinação da Taxa de Desconto	64
5.3.4 Valor da Perpetuidade	71
CAPÍTULO 6 - DETERMINAÇÃO DO PREÇO	73
6.1 Due Diligence	74
6.2 Leilão	79
6.3 Análise do Valor do Negócio para a Aquisidora	81
6.4 Cenários	83
6.5 Condições de Pagamento	85
6.6 Origem dos Recursos para Pagamento da Operação	86
Tipos de Financiamento	89
Financiadores	91
6.7 Estratégia no Leilão	93
CAPÍTULO 7 - NA PRÁTICA	95
7.1 A Empresa Segundo seu Balanço Patrimonial	96
7.2 Diligência Financeira	98
7.3 Diligência Fiscal	101
7.4 Diligência Trabalhista	103
7.5 Riscos Ambientais Identificados	104
7.6 Litígios Fiscais	104
7.7 Litígios Trabalhistas	105
7.8 Litígios Cíveis	105
7.9 Balanço Patrimonial Ajustado	106
CAPÍTULO 8 - CONCLUSÃO	109
CAPÍTULO 9 - BIBLIOGRAFIA	112
9.1 Livros	113
9.2 Artigos	114
9.3 Internet	114
CAPÍTULO 10 - ANEXOS	116
Anexo 1 – Tratamento Sumário de Atos de Concentração	117
Anexo 2 – Estrutura Ótima de Capital	140

2.1 Aquisições

Quando discutimos aquisições, podemos estar tratando apenas de uma compra de ativos, da compra do controle de uma companhia ou ainda da compra da totalidade de suas ações. Na prática, as aquisições são uma opção de crescimento para as empresas bastante arriscada em relação ao crescimento interno, mas com um potencial também superior. Através da aquisição ocorre um crescimento imediato. Um desenvolvimento interno com as mesmas proporções dependeria de anos de investimentos em tecnologia, treinamento de pessoal, desenvolvimento estratégico e marketing para atingir uma maior participação no mercado. Por outro lado uma aquisição é um passo muito grande que deve gerar conseqüências para toda vida da empresa.

Um processo bem fundamentado e projetado pode proporcionar rendimentos para os proprietários da companhia aquisitora muito superiores ao que o investimento inicial necessário para compra da empresa alvo. Em outros casos, os resultados são tão negativos que chegam a destruir uma empresa saudável.

Para garantir o sucesso da operação, nada mais importante que uma avaliação bem feita, contemplando cada detalhe da empresa alvo. Na legislação brasileira, independentemente de se optar pela compra de ativos ou de ações, a aquisição de uma empresa implica em assumir todas as obrigações que a companhia possuía, assim como em se beneficiar com todos os ganhos que lhe caberiam. Portanto, uma avaliação cuidadosa é a melhor arma contra surpresas negativas depois da concretização da operação e o meio para o planejamento de uma integração de sucesso.

2.2 Tipos de Aquisições

A classificação mais comum divide as incorporações em três tipos: horizontais, verticais e de diversificação, de acordo com a relação existente entre as indústrias a que pertencem as empresas adquirente e alvo:

Aquisições verticais são aquelas onde as empresas envolvidas pertencem a etapas diferentes de um mesmo processo produtivo, apresentando uma relação de fornecedor-cliente. Esse tipo de aquisição é mais comum quando o mercado do produto intermediário não é perfeito ou pela escassez do produto ou por questões relativas às suas especificações. Como ocorre uma redução das etapas produtivas, os custos de fabricação tendem a cair e o setor, a trabalhar com preços melhores. Isso faz com que as aquisições verticais sejam bem aceitas pelos órgãos reguladores.

Se as empresas envolvidas no processo pertencem a indústrias distintas, trata-se de uma aquisição de diversificação, que cria conglomerados. Vários são os objetivos da formação de conglomerados. A redução das flutuações características de indústrias cíclicas, através do balanceamento de negócios, o aumento da diversificação e o posicionamento estratégico são alguns exemplos. Um caso interessante são as indústrias complementares. Nesse caso podemos tratar tanto as empresas com tecnologia compatíveis como aquelas cujos dejetos ou as sobras servem de matéria-prima para outra (exemplo do relacionamento entre as indústrias farmacêutica e de papel e celulose). Em razão das diferenças entre as duas indústrias esse é o tipo de aquisição com maiores índices de fracasso.

Quando as duas empresas pertencem à mesma indústria, a aquisição é chamada horizontal. Em geral essas aquisições buscam diversificação da linha de produtos, maior alcance geográfico, eliminação de concorrência, obtenção de novas tecnologias, redução de custos pela obtenção de sinergias e, principalmente maior penetração no mercado. Trata-se do modelo de aquisição com maior probabilidade de sucesso. É também o tipo mais atingido pelas regulamentações antitruste, uma vez que aumenta a concentração do setor em que atua.

LISTA DE SIGLAS

ANATEL: Agência Nacional de Telecomunicações

ANEEL: Agência Nacional de Energia Elétrica

ANTT: Agência Nacional de Transportes Terrestres

BACEN: Banco Central do Brasil

CADE: Conselho Administrativo de Defesa Econômica do Ministério da Fazenda

CMN: Conselho Monetário Nacional

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

FISTEL: Fundo de Fiscalização das Telecomunicações

SBDC: Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência

SDE: Secretaria de Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda

SEAE: Secretaria de Direito Econômico do Ministério da Justiça

CAPÍTULO 1

CONSIDERAÇÕES INICIAIS

1.1 Apresentação do Trabalho

Desde o início da década de 90, com a abertura econômica do país, as aquisições vêm sendo utilizadas pelas empresas estrangeiras como *entre mode* no Brasil. Sob a ótica das empresas nacionais, as aquisições são uma arma de defesa contra a concorrência internacional, capaz de proporcionar ganhos de escala, sinergias operacionais e vantagens tecnológicas em curtos espaços de tempo, gerando a otimização da produção e as reduções de custo necessárias para manter a empresa competitiva.

Nesse trabalho procurou-se abordar cada um dos fatores que de alguma maneira influenciam as aquisições no Brasil e mostrar a importância de uma avaliação detalhada e consistente da empresa em foco. Para tanto, abrimos o trabalho com uma apresentação genérica dos processos de aquisição, das fases que eles englobam e dos fatores que motivam as empresas a optarem por esse modelo de crescimento.

1.2 Etapas de um Processo de Aquisição

A aquisição de uma companhia é um processo muito delicado. “As boas (aquisições) aumentam o valor para os acionistas pela expansão geográfica, pelo desenvolvimento da rede de distribuição, pela melhoria das capacidades tecnológicas ou pela criação de eficiência operacional. As más podem acabar com o valor das companhias saudáveis.” (Rock et al.,1987) Daí a importância de uma aquisição planejada, bem avaliada e bem estruturada. De acordo com Copeland (2000) cinco são as etapas de um processo de fusão ou aquisição de sucesso:

Fase 1: Período Pré-Aquisição

Na fase anterior a aquisição a empresa compradora deve realizar uma auto-avaliação identificando seus pontos fortes e fracos e, principalmente, analisando as características culturais da organização. Nessa fase ainda, deve entender o funcionamento do setor, observando seus fornecedores, clientes e concorrentes. Da interação desse cenário com seus objetivos estratégicos, a empresa definirá as características das potenciais empresas alvo.

Fase 2: Pesquisa de Candidatos

Tendo definidos os objetivos da aquisição, vem a fase de identificação das empresas que melhor se moldam no perfil da aquisidora. Critérios de classificação e eliminação de candidatas como “cenário financeiro”, desenvolvimento tecnológico, cultura organizacional e reputação no mercado devem ser utilizados. É nessa etapa ainda que se definem as acessórias necessárias no processo – consultorias, advogados, bancos de investimentos.

Fase 3: Avaliação dos Candidatos Remanescentes

Dos candidatos que se encaixaram no perfil procurado é feita uma análise mais detalhada, determinado o valor de cada um deles através de métodos como Avaliação Relativa, Análise de Transações Comparáveis e o próprio Fluxo de Caixa Descontado. São considerados nessa etapa, as sinergias, o valor agregado ao acionista com a operação e a estratégia de recuperação do valor investido. Atenção especial deve ser dada à due diligence que poderá definir os grandes problemas econômico-financeiros, fiscais, trabalhistas e ambientais em que

companhia alvo está envolvida. Nessa fase não podem ser esquecidos os concorrentes e a influência que eles terão no processo.

Fase 4: Negociação

Tratamos de negociação no termo mais amplo dos processos de aquisição. No caso dos leilões discute-se como seriam dados os lances: ágio na oferta inicial, aumento dos lances seqüentes, sempre com o valor máximo, definido na fase de avaliação, como teto. O foco nessa fase é a estratégia que será utilizada, estratégia essa desenvolvida com base no histórico de negociações, no perfil da direção da aquisitora e na força e participação dos concorrentes.

Fase 5: Gerenciamento da Integração

O número de aquisições que falha no processo de criar valor para o acionista é muito grande. Daí a importância de um planejamento adequado de integração. Os principais fatores que devem ser considerados nessa fase de adaptação são:

- Esclarecer objetivos e definir as metas administrativas comuns;
- Selecionar os melhores profissionais das duas empresas e dispensar os piores;
- Integrar a administração da empresa adquirida para facilitar a transferência de habilidades;
- Introdução rápida das sinergias previstas na fase avaliação – o lucro incremental necessário para compensar o ágio da aquisição aumenta com a demora da integração e
- Venda de passivos “sobrepostos”.

1.3 Abordagem Teórica – Valor para o Acionista

Processos de fusão e aquisição baseados em desenvolvimento e planejamento estratégico fundamentam-se na premissa de que em uma economia de mercado que reconhece o direito à propriedade particular, a responsabilidade e função de uma empresa é a criação de valor para seus proprietários. A idéia de maximização do valor para o acionista surgiu apenas no início da década de 80. Até então, os gestores estavam orientados à obtenção de lucros no curto prazo. Com o movimento de aquisições ocorrido nos Estados Unidos na década de 80, as empresas acabaram se voltando a criação de valor, e a *Teoria da Maximização de Valor para o Acionista* se propagou.

De acordo com a Administração Voltada ao Valor, o objetivo final de uma companhia é o favorecimento de seus proprietários, através da geração do maior valor possível ao longo da vida da empresa. As principais características desse modelo são:

- Objetiva o que realmente importa para o acionista: o valor gerado pelo negócio, que pode ser usado tanto em investimentos e re-investimentos na própria empresa que deverão gerar mais valor no futuro, como na distribuição imediata de dividendos;
- Visualiza o negócio globalmente: utiliza informação do todo para determinar o melhor caminho para geração de resultados futuros;
- Administração voltada para otimização dos “value drivers” – o controle dos processos e da operação da empresa está baseado em variáveis chaves capazes de medir a geração de valor para o acionista;
- Tomada de decisões operacionais e estratégicas visam os benefícios a longo prazo, em detrimento de resultados imediatos que possam comprometer os ganhos futuros da organização;
- O planejamento da empresa, a definição de metas, a avaliação de desempenho e a elaboração do orçamento estão todos voltados à criação de valor.

1.4 Por que o caminho da aquisição?

As aquisições são apenas uma entre as diversas alternativas de crescimento e geração de valor que uma empresa possui. Alianças estratégicas, parceiras tecnológicas, acordos de distribuição, fusões, joint ventures e o próprio desenvolvimento interno são outros caminhos para o desenvolvimento das estratégias da companhia. Por que então optar pelas aquisições? Para Rappaport (2001), dois aspectos devem ser considerados:

Quando uma empresa investe no desenvolvimento interno, adiciona ativos reais à capacidade de produção do setor, podendo afetar a estrutura competitiva. Através da aquisição, a capacidade produtiva se mantém, sendo apenas transferida de um proprietário para outro.

Os custos do desenvolvimento interno são bem definidos e pouco negociáveis: investimentos em máquinas e equipamentos têm valores determinados no mercado. Apesar das empresas publicamente negociadas terem um valor definido no mercado, o preço necessário para se obter seu controle será bem mais elevado, especialmente quando se trata de um mercado competitivo.

Outras questões devem ainda ser levantadas quando se analisa a viabilidade de uma aquisição: a dificuldade de integração cultural entre as empresas, as questões gerenciais que envolvem o processo, possíveis problemas “ocultos” na empresa alvo que mascaram sua real situação econômico-financeira. De qualquer maneira, os pontos a favor da aquisição são significativos:

- Enquanto a entrada no mercado através do desenvolvimento interno levaria anos, através da aquisição o processo leva meses ou mesmo semanas;
- Adquirir de um negócio bem posicionado no mercado é menos custoso do que “desbravar” o mercado;
- Imagem, marca, patentes, tecnologia, canais de distribuição, experiência e eficiência de gestão e conhecimento do negócio são ativos de difícil e lento desenvolvimento interno;

- Um negócio existente e aprovado é menos arriscado do que o desenvolvimento de um novo negócio.

1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

São abordados nesse trabalho os diversos aspectos que envolvem as aquisições de empresas no Brasil. A primeira etapa dessa discussão será a apresentação dos principais conceitos relacionados ao processo. Trataremos do conceito de valor, dos tipos de aquisição, das formas de negociação e de diversas definições referentes ao tema.

A descrição do cenário que dá base para essas transações também foi considerada, discutindo os fatores motivadores das operações, os principais objetivos desses processos e o que vem acontecendo no país desde a abertura da economia na década de 90.

Os aspectos legais que regem as aquisições no Brasil são discutidos no capítulo quatro. São tratados os direitos dos acionistas minoritários, os aspectos contábeis, as restrições impostas pela legislação antitruste e principais órgãos reguladores.

Atenção especial foi dada às metodologias de avaliação, destacando os diferentes papéis que o *Relative Valuation*, a Análise de Transações Comparáveis e o Fluxo de Caixa Descontado devem exercer na determinação do valor da empresa.

O sexto capítulo foi utilizado para descrever os aspectos determinantes do preço da companhia em função do valor calculado com as metodologias apresentadas. Entre esses fatores, podem ser destacados o tipo de negociação, a forma de pagamento, a origem dos recursos financeiros e, principalmente, a *due diligence*, fundamental na obtenção de subsídios para realização de uma avaliação fundamentada e consistente.

Finalmente, com a apresentação de um caso prático, é comprovada a importância de uma diligência bem estruturada, capaz de levantar questões e oportunidades financeiras, fiscais, ambientais e trabalhistas relativas à companhia em análise.

CAPÍTULO 2

CONCEITOS

2.3 Tipos de Negociação

De acordo com a reação do conselho administrativo da empresa alvo em relação à proposta de aquisição, a operação é classificada com *amigável* ou *hostil*. Em geral, a primeira tentativa de negociação da empresa adquirente é a apresentação de uma proposta de compra da empresa para sua cúpula administrativa. Se a administração aprovar a oferta e endossar a aquisição, a proposta é encaminhada para os acionistas da empresa e a negociação é consumada pela compra das ações à vista ou através de troca de títulos ou mesmo de ações. Esse tipo de operação é classificado com *amigável*.

Entretanto, por uma série de razões, inclusive pelo desejo de manter a autonomia administrativa, é comum que o conselho administrativo da empresa alvo não aceite a proposta de compra. Nesse caso, a empresa aquisitora pode realizar a chamada *oferta tender*, onde realiza uma oferta formal para comprar determinado número de ações por um preço pré-especificado. Evidentemente, as ofertas hostis são mais difíceis de se concretizarem e de resultarem em operações de sucesso, especialmente porque esses casos requerem a oferta de um ágio mais elevado.

No caso brasileiro, onde as privatizações foram responsáveis pelos principais processos de aquisição, muito comum é a reação negativa de funcionários, sindicatos e da própria oposição do governo às operações. Alegando que as empresas públicas são sub-avaliadas para a venda ou que os serviços prestados são essenciais e deveriam permanecer sob controle estatal, diversas manifestações antecederam os leilões de privatização das grandes empresas de energia, de telecomunicações e dos próprios bancos estaduais que foram negociados, inclusive adiando ou suspendendo temporariamente alguns negócios.

2.4 Aquisições Estratégicas x Aquisições Financeiras

As aquisições estratégicas em geral envolvem empresas da mesma indústria ou de indústrias complementares e visam atingir reduções do custo de produção através da obtenção de economias de escala, eliminação de funções redundantes, otimizações logísticas, aumento de *market share* ou mesmo através de um melhor relacionamento com fornecedores ou consumidores, no caso de indústrias complementares, através da operação conjunta.

Nas aquisições financeiras as ofertas podem ser efetuadas por companhias de indústrias diferentes da que pertence a empresa alvo ou mesmo por grupos de investidores. É muito comum que a oferta seja feita pelos próprios administradores da empresa alvo. Esse tipo de operação tem como objetivo melhorar o desempenho da empresa com mudanças administrativas, corte de custos, venda de ativos e conseqüente aumento dos fluxos de caixa. A questão é que esse fluxo de caixa incremental tem que ser capaz de cobrir todo o ágio pago na aquisição e muitas dessas transações acabam falhando nesse ponto.

Ganhos resultantes apenas de melhorias administrativas são bastante visíveis na operação das empresas privatizadas no Brasil. Bancos que vinham apresentando prejuízos consecutivamente e empresas de telefonia incapazes de atender à demanda com serviço de qualidade vêm obtendo notáveis resultados operacionais e financeiros sob controle privado.

2.5 Valor

Diversas são as definições para o conceito de valor. Quando analisamos o valor de um negócio, algumas das definições que podem ser utilizadas são:

- *Valor Estimativa*: valor dos ativos fixos tangíveis. Utilizado na avaliação de empresas não operantes.
- *Valor Histórico*: também chamado de valor contábil, é o valor estático da empresa, determinado por Ativos menos Passivos igual ao Patrimônio Líquido.

- *Valor Justo de Mercado*: valor para fins fiscais pelo Imposto de Renda.
- *Valor de Liquidação*: valor total obtido pela venda de todos os bens da empresa, inclusive os intangíveis.

Um fator, entretanto, é básico e independe da definição utilizada: “o valor está nos olhos do observador” (Key, 1992). A quantia que um comprador paga por alguma coisa é função de quem ele é, das informações que ele possui e do processo pelo qual o valor é determinado.

Uma vez que a base desse trabalho é a Teoria de Maximização de Valor para o Acionista, a melhor definição de valor é a perspectiva do *valor que a empresa será capaz de criar para seus proprietários*. Sob essa ótica, um mesmo negócio vai apresentar valores diferentes de acordo com as sinergias obtidas ou com a maneira que for administrado.

Utilizaremos, portanto, para esse trabalho, o conceito de *Valor Econômico*, que representa, no momento atual, quanto a empresa será capaz de gerar de recursos para seus proprietários durante toda sua vida.

O caminho mais adequado para determinar o valor da empresa é o Fluxo de Caixa Descontado. As vantagens da avaliação através dos Fluxos de Caixa Descontados - FCD, entretanto, não tiram a importância das outras metodologias de determinação de valor. Métodos de avaliação baseados no mercado podem servir como indicador da qualidade do valor determinado através dos Fluxos de Caixa. É importante lembrar que o mercado, na maioria das vezes, está certo quanto ao valor de uma empresa e grandes disparidades entre o seu valor de mercado e o valor determinado através do FCD, em geral representam erros de lógica na determinação dos fluxos. Daí a importância das metodologias de avaliação baseadas no mercado, funcionando como parâmetros. Métodos como *Relative Valuation* e Avaliação Através de Transações Comparáveis são facilmente aplicáveis uma vez que dependem de informações disponíveis e têm grande importância, já que levam em consideração as percepções do mercado e suas perspectivas em relação ao negócio.

2.6 Definições

No estudo das operações de fusões e aquisições alguns termos aparecem repetidas vezes e suas definições podem ser importantes.

Acordo de Exclusividade: em determinada etapa do processo, quando a aquisição apresenta boas chances de ser concretizada, o vendedor assina um acordo de exclusividade, estabelecendo que a partir de então não estará negociando com outras empresas interessadas.

Barreiras de Entrada: fatores que dificultam a entrada de novos competidores em determinado setor. Alguns exemplos seriam: tecnologia, volume de investimentos necessário, custos fixos elevados, barreiras legais ou regulatórias, fidelidade dos consumidores às marcas estabelecidas, grau de integração da cadeia produtiva.

Barreiras Regulatórias: são normas e exigências criadas pelo governo que regulamentam o funcionamento de determinada indústria ou setor.

Concentração Econômica: qualquer forma de agrupamento societário (fusão, aquisição, joint ventures ou acordos entre empresas) em que uma das empresas, ou seu grupo econômico, tenha faturamento superior a 400 milhões de reais ou o grupo resultante obtenha participação de pelo menos 20% do mercado.

Conglomerado: concentração envolvendo fornecedores de produtos ou serviços distintos que fazem parte de cadeias produtivas diferentes.

Data Room: espaço onde a empresa em oferta disponibiliza as informações relevantes para as empresas interessadas em sua aquisição.

Disclosure: disponibilização das informações relevantes para a avaliação, controle e planejamento da empresa.

Economias de Escala: são economias resultantes do volume de produção. Ocorrem quando o custo médio que uma empresa tem para produzir determinado produto é menor que o custo médio que duas empresas teriam para produzir o mesmo produto.

Economias de Escopo: são obtidas a partir da produção conjunta de bens distintos. Ocorrem quando o custo médio de uma empresa para produzir pelo menos dois bens

ou serviços diferentes é menor do que o custo que duas empresas distintas teriam para fabricar os mesmos produtos.

Good Will ou Prêmio: é a diferença entre o valor dos ativos e o valor econômico da empresa e representa o capital que esses ativos serão capazes de gerar durante a vida da empresa.

Pró- integração: investimento nos canais de distribuição do negócio.

Retro-integração: investimentos nas fontes de suprimento da companhia.

Sunk Costs: investimentos que não podem ser recuperados caso a empresa decida abandonar o negócio.

Termos da Operação: características que relacionam o valor da transação, o número de ações adquiridas, o valor de mercado da empresa e o prêmio pago.

Termos de Confidencialidade: documenta o comprometimento das empresas em manter sigilo quanto à negociação e estabelece penalidades no caso de não cumprimento o acordo.

Valor Intangível: valor gerado pelos ativos *incorpóreos*, isto é, sem existência física, mas que possibilitam direitos e benefícios futuros para seus proprietários. Marca, Franchising, Grifes, Patentes, Licenças são alguns exemplos de ativos intangíveis.

CAPÍTULO 3

CENÁRIO

3.1 Fatores que levam às Ondas de Aquisições

Analizando a história das fusões e aquisições fica muito claro que em determinados períodos parecem ocorrer “booms” desses processos, enquanto em outras épocas as operações entre empresas ficam estagnadas. O exemplo mais claro disso é a forte onda de fusões e aquisições que tomou o mercado norte americano nos anos 80. No Brasil, o volume de aquisições ocorridas na década de 90 está muito associado às privatizações de empresas que até então eram monopólio estatal, como concessionárias de energia e telecomunicações, e à desestatização dos bancos regionais; originadas e incentivadas pela abertura econômica do país.

Para o caso mais genérico, aquisição de empresas no mundo, analisando esses períodos de concentração e escassez dos processos, alguns fatores parecem se destacar como incentivadores das aquisições. Entre eles, podemos destacar:

- *Cenário Econômico:* a análise da situação econômica do país pode ser feita por indicadores como PIB, inflação, taxa de juros, câmbio, balança comercial. Entretanto, mais do que esses fatores o clima de otimismo ou pessimismo do mercado é que acaba definindo o cenário econômico como favorável ou não para as aquisições.
- *Alternativas de Financiamento para a Empresa Aquisidora:* a disponibilidade de financiamentos a taxas de juros aceitáveis é significativamente importante para os processos de aquisição.
- *Mercado de Ações:* nos períodos de alta da Bolsa de Valores, empresas de capital fechado, potencialmente à venda, encontram uma alternativa no mercado acionário. Ao invés da venda da empresa, seus executivos encontram como rota alternativa a abertura do capital da empresa com a oferta pública inicial de suas ações.
- *Legislação:* mudanças na regulamentação que envolve as operações de fusão e aquisição, assim como redução das restrições setores específicos (energia, telecomunicação e transportes são alguns dos exemplos brasileiros) também acabam gerando um aumento nessas operações.

No caso específico do Brasil, alguns fatores se destacam como causadores das aquisições nos anos 90:

- A abertura do mercado no início da década de 90 trouxe para o país a opção dos importados, produtos mais baratos e de tecnologia mais avançada. Resultados: cliente mais exigente, fim dos monopólios e oligopólios que dominavam alguns setores industriais.
- Depois de profundas mudanças econômicas, a queda da inflação desmascarou as ineficiências produtivas e econômicas das empresas. O aumento da produtividade, com conseqüente redução nos custos, e um controle de qualidade rígido eram necessários.
- As altas taxas de juros exigiam o enxugamento dos custos e redução dos investimentos.
- Políticas de privatização e desregulamentação de diversos setores, antes classificados como monopólio do governo, abriram mercados como de energia e telecomunicações.
- Frente a tantas transformações, para se manterem competitivas, as empresas nacionais precisaram se reorganizar. Daí as ondas de fusão, aquisição e parcerias muito comuns no período.
- Por outro lado, as empresas internacionais bem estruturadas, com capital disponível a baixo custo, diante de um mercado grande e promissor como o brasileiro, encontraram no país um ambiente propício e acabaram utilizando a aquisição de empresas nacionais como caminho para atingi-lo.

3.2 Processos de Aquisição no Brasil¹

Os processos de fusão e aquisição se tornaram comuns no Brasil no início da década de 90, quando o país tornou-se rota dos investidores estrangeiros. Por volta de 2.600 transações ocorreram no país entre 1990 e 2001, dessas mais de 60% envolveram capital estrangeiro, especialmente de investidores norte-americanos, ingleses, alemães, argentinos, italianos, portugueses, espanhóis e canadenses. As transações ocorridas no país nesse período podem ser divididas em três fases:

Até 1993

Os primeiros anos da década de 90 foram marcados pela abertura da economia brasileira. Teve início o processo de privatizações e as transações de fusão e aquisição resultaram na concentração e na verticalização das empresas. As operações se concentraram especialmente nos setores básicos da economia: indústrias química, petroquímica, metalúrgica e siderúrgica.

De 1994 a 1997

Esse período é marcado pelo boom das fusões e aquisições no país ocorrido em 97. A estabilidade promovida pelo Plano Real e a globalização da economia mundial incentivaram as transações nos segmentos financeiro, de eletroeletrônicos e de autopeças.

De 98 a 2001

Uma fase ainda fortemente influenciada pelas privatizações e pela globalização. A liberação do câmbio em 99, entretanto, trouxe certa instabilidade ao país o que causou uma significativa queda no número de operações. A retomada das transações ocorreu no ano 2000 quando taxa cambial se estabilizou proporcionando um período de calma para o país. Os setores de telecomunicações, tecnologia de informação, internet e publicidade foram foco das operações.

¹ *Dados da KPMG.*

No gráfico abaixo são apresentadas as operações por setor de atividade ocorridas entre os anos 90 e 2001:

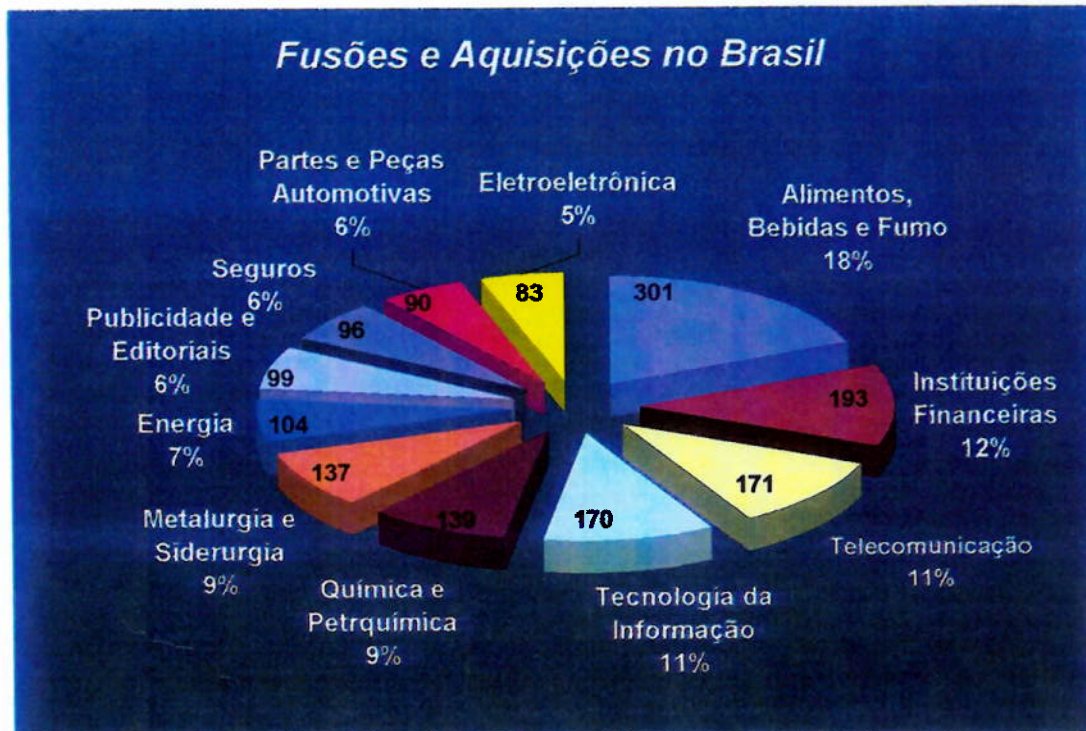


Figura 1: Fusões e Aquisições no Brasil por setor

Fonte: Publicações KPMG

Nos três primeiros trimestres de 2002, foram 170 operações entre fusões e aquisições no país. O ranking foi liderado pelo setor petrolífero, seguido mais uma vez pela indústria alimentícia, as instituições financeiras e as companhias energéticas. Os setores de telecomunicações, metalurgia e siderurgia e tecnologia da informação também tiveram uma participação importante.

Podem ser destacados como focos de concentração dessas operações os estados de São Paulo, Rio de Janeiro e Rio Grande do Sul. Em menor escala, mas também presentes no processo, aparecem Minas Gerais, Paraná, Bahia, Pernambuco e Santa Catarina.

3.3 Objetivos de uma Aquisição

Quando discutimos a viabilidade de uma aquisição estamos sempre analisando sob ponto de vista do acionista. A questão é: essa aquisição trará um aumento de valor para os proprietários da companhia? O objetivo final de qualquer processo de fusão ou aquisição será sempre agregar valor para o acionista. Portanto, quando tratamos dos objetivos de uma aquisição, estamos discutindo de que maneira esse processo poderá aumentar o valor da empresa.

Dessa maneira, os objetivos de um processo de aquisição são aumento das receitas e redução de custos e despesas, inclusive impostos. Para alcançar tais objetivos, podemos tratar de vantagens competitivas como a eliminação de um concorrente, o aumento da participação no mercado, a atuação em novos nichos e segmentos, a expansão da linha de produtos; das sinergias que poderão ser alcançadas; ou ainda de objetivos estratégicos como aquisição de marca ou tecnologia, crescimento rápido, redução de risco pela combinação de investimentos, diversificação da produção ou defesa em relação à concorrência.

3.3.1 Sinergia

Sinergia é o valor adicional obtido pela ação combinada de duas ou mais empresas. Em razão dos resultados gerados pelas sinergias, é comum traduzi-la por “2+2=5”. Na prática, a operação conjunta é mais eficiente, uma vez que as superposições de atividades e funções são eliminadas, gerando uma redução dos custos.

- *Economia de escala:* é a eliminação de atividades redundantes e, conseqüentemente, custos. No caso de duas fábricas com alto nível de ociosidade, encerrando as atividades de uma planta, haverá uma melhor utilização da capacidade instalada e conseqüente redução do custo unitário. No caso de pontos de venda (unidades comerciais), quando existem dois pontos muito próximos, com capacidade ociosa, uma das lojas é fechada e os clientes re-alocados para a outra.
- *Administrativa:* um único sistema administrativo será necessário para gerir o novo negócio, proporcionando uma redução dos custos fixos.

- *Logística*: a distribuição integrada dos produtos gera reduções de custo através do melhor aproveitamento do espaço disponível nos caminhões e do desenvolvimento de novas rotas, permitindo melhor aproveitamento do trajeto (distribuição combinada).
- *Utilização da matéria-prima*: muitas vezes os dejetos de uma indústria servem como matérias-primas para outra. É o caso da indústria farmacêutica em relação à indústria de papel e celulose. As economias nesse caso são geradas pela eliminação do desperdício.
- *Indústrias Cíclicas*: a capacidade ociosa da fábrica no período de baixa, pode ser utilizada em outra atividade, também cíclica, em alta.

3.3.2 Market Share

O aumento de participação no mercado proporciona duas vantagens para a empresa: aumento das receitas, pelo alcance de um número maior de clientes e aumento do poder de mercado, pela maior concentração econômica. A maneira mais rápida e eficaz de aumentar a penetração no mercado é através das aquisições. Algumas vezes o objetivo estratégico é atingir determinado público alvo ou obter uma expansão demográfica, aumentando sua atuação em determinada região. Outras, a empresa procura limitar a atuação de seus concorrentes. A Coca-Cola adquirindo as pequenas fabricantes de refrigerantes, as chamadas “tubaínas” tem todos esses objetivos – aumentar sua presença em um mercado específico, especialmente nas regiões de baixa renda do nordeste e evitar a expansão de seus concorrentes.

Em alguns casos o objetivo da empresa é simplesmente aumentar sua penetração e poder de mercado. Com a aquisição da Kolynos, a Colgate obteve uma participação de 79% do mercado de “higiene bucal”. A Procter & Gamble, concorrente do setor, protestou contra a aquisição alegando que resultaria num poder de mercado excessivo, oprimindo a participação de outros concorrentes.

3.3.3 Diversificação

A diversificação da linha de produtos através de processos de aquisição é em geral menos onerosa e muito mais rápida do que se realizada através de crescimento interno. A companhia AgipLiquigas, por exemplo, distribuía e comercializava o gás liquefeito de petróleo – GLP. Com a aquisição da Companhia São Paulo ela passou a atuar também na distribuição e comercialização de gasolina, diesel e álcool.

3.3.4 Redução de Impostos

As considerações tributárias estão sempre no foco dos processos de aquisição. A redução dos impostos se origina na compensação de prejuízos fiscais com períodos bases subseqüentes ou em um melhor planejamento tributário. Isso significa que o prejuízo fiscal da companhia adquirida pode ser aplicado nos lucros futuros da empresa compradora.

3.3.5 Defesa em Relação à Concorrência

Quando a concorrência do mercado é muito forte, a aquisição pode não gerar maior retorno para os acionistas, mas por outro lado, se esse passo não for dado pode ocorrer uma retração do valor do acionista.

3.3.6 Aquisição de Tecnologia

Muitas vezes, através de um processo de aquisição a empresa está buscando uma nova tecnologia que levaria anos para desenvolver ou ainda a patente de um processo produtivo inovador, com custos reduzidos.

3.3.7 Aquisição de Marca

Em alguns casos mais do que os ativos, a capacidade produtiva ou os talentos da empresa alvo; a empresa aquisitora visa sua marca, seu nome e presença no mercado.

Com a aquisição da marca Barateiro, o Grupo Pão de Açúcar pode atingir o segmento da população de renda mais baixa.

3.3.8 Redução do Custo do Capital

Em muitos casos, a aquisição proporciona uma redução nas despesas financeiras. A empresa conjugada, mais sólida, obtém uma redução no custo de capital a médio e longo prazos.

3.4 Causas de Fracasso nas Aquisições

Estima-se que mais da metade dos processos de aquisição falham², isto é, em mais da metade das operações o lucro depois dos impostos que os acionistas obtiveram não excedia seu custo de oportunidade. Portanto, é fundamental identificar as principais causas dessas falhas antes de iniciar o processo para garantir que nenhum desses erros seja cometido.

Poderiam ser identificados problemas como uma administração fraca, questões culturais entre as duas organizações, demora na “absorção” da empresa alvo, mas na prática, o motivo mais comum e mais sério é que muitas vezes as empresas aquisitoras pagam um ágio muito elevado. Podem ser destacados como principais causas dessa super-avaliação:

Avaliação Superficial

Uma avaliação superficial, incapaz de identificar os problemas da empresa e as falhas nos seus demonstrativos financeiros é a questão mais grave na determinação do valor a ser pago. Uma análise minuciosa dos demonstrativos financeiros e da documentação da empresa alvo é capaz de elucidar os riscos que a aquisitora estará assumindo com o negócio e desmascarar o ágio “indireto” que está sendo pago.

Ofertas muito agressivas

Muitas vezes com a emoção e a pressão da negociação, especialmente no caso do leilão, é comum que a oferta supere o valor que as análises e cálculos definiram como ideal. É fundamental entrar na negociação com um valor teto que não deverá ser ultrapassado na negociação.

Avaliação otimista do potencial de mercado

A avaliação em relação ao mercado deve ser realista. Muitas vezes na realização das projeções, toma-se por base a premissa de que o mercado vai reverter uma queda, que a fase de crescimento se manterá indeterminadamente ou ainda que haverá um crescimento repentino das vendas. Premissas incorretas certamente acabarão gerando avaliações incorretas.

² Segundo dados apresentados em Copeland, 2000.

Superestimativa das Sinergias

A estimativa das sinergias também deve ser realista. É muito comum projetar-se grandes ganhos em sinergias operacionais, logísticas, administrativas que na prática acabam não se concretizando. Durante a avaliação é necessário determinar quais são chances de se obter efetivamente as sinergias e os ganhos que elas serão capazes de proporcionar.

CAPÍTULO 4

ASPECTOS LEGAIS

Em relação às considerações legais de um processo de aquisição, vamos destacar no trabalho os fatores mais importantes sobre os aspectos societários e contábeis e, em seguida, discutiremos os órgãos reguladores envolvidos. Todos os aspectos tratados são referentes a empresas de capital aberto.

4.1 Definições

Para iniciar a discussão sobre legislação é importante destacar duas definições:

“Incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhe sucede em todos os direitos e obrigações.” art. 228 da Lei nº 6.404/76

“Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.” Art. 254-A §1º da Lei 6.404/76.

4.2 Aspectos Societários Relativos à Aquisição

A legislação referente à transferência de posse de empresas de capital aberto é discutida nas seções VI e VII da Lei 6.404/77. Os aspectos mais relevantes dessa lei são destacados abaixo:

Empresa Alvo:

Internacional

- A alienação do controle de uma companhia aberta só pode ser realizada com a apresentação de uma oferta pública de aquisição das ações com direito a voto pela empresa compradora. Essa oferta deve assegurar um preço mínimo equivalente a 80% do que seus possuidores haviam pago.
- O adquirente do controle acionário pode oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia com o pagamento do prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago na aquisição.
- Aquelas companhias que dependem de autorização do governo para funcionar, precisam de liberação dos órgãos competentes para efetuar a alienação do controle.

Empresa Aquisidora:

- A empresa aquisidora deverá realizar assembléia para conhecimento e aprovação da operação de compra se:
 - o preço pago pela companhia for equivalente a pelo menos 10% de seu patrimônio líquido; e
 - o preço médio da ação for maior que 1,5 vezes a cotação média das ações nos últimos noventa dias ou 1,5 vezes o valor do patrimônio líquido a preço de mercado da ação ou ainda 1,5 vezes o valor do lucro líquido da ação.
- O acionista dissidente da assembléia pode optar por se retirar da companhia com o reembolso do valor de suas ações.

Outros:

- A oferta pública de aquisição tem que ser feita com a participação de uma instituição financeira que assegure o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante.
- Sempre que a oferta tem permuta de valores mobiliários é necessário registrá-la na Comissão de Valores Mobiliários (CVM).
- A oferta deve ter como objetivo a compra de um número de ações suficiente para assegurar o controle da companhia.
- A oferta deve ser publicada na imprensa e comunicada à CVM em um prazo de 24 horas.
- A aceitação da oferta deve ser feita na instituição financeira ou no mercado de valores mobiliários, firmando ordens irrevogáveis de venda ou permuta e as condições ofertadas.
- A publicação de uma oferta concorrente anula as ordens de venda firmadas em oferta anterior.

4.3 Aspectos Contábeis

Os tratamentos contábeis utilizados no Brasil no que se refere a aquisições e fusões são diferentes daqueles reconhecidos internacionalmente. Enquanto em outros países utilizam-se os valores de mercado quando são realizados esses processos, no Brasil são utilizados os valores fiscais. Serão apresentados, através de exemplos, os dois tratamentos contábeis mais utilizados:

4.3.1 Incorporação de Sociedades sob Controle Comum e Avaliação Patrimonial pelo Valor Contábil

Nesse caso, o grupo acionário proprietário da empresa A adquiriu a empresa B, que será então incorporada por A. Para tanto, basta realizar a transferência dos ativos e passivos de B para A:

Balanço Empresa A

ATIVO	
Circulante	18.000
Realizável a Longo Prazo	25.000
Permanente	37.000
PASSIVO	
Circulante	8.000
Exigível a Longo Prazo	5.000
Patrimônio Líquido	67.000

Balanço da Empresa B

ATIVO	
Circulante	5.000
Realizável a Longo Prazo	7.000
Permanente	9.000
PASSIVO	
Circulante	4.000
Exigível a Longo Prazo	3.000
Patrimônio Líquido	14.000

Figura 2a: Exemplo de Incorporação de Sociedades sob Controle Comum

No caso da Companhia B, cria-se uma conta transitória de incorporação que receberá as contrapartidas dos saldos das contas de ativo e passivo transferidas para a Companhia A.

Conta de Incorporação

	<i>Débito</i>	<i>Crédito</i>
Conta de Incorporação	21.000	
A ativos circulantes		5.000
A realizável a longo prazo		7.000
A permanente		9.000
Passivos Circulantes	4.000	
Exigível a longo prazo	3.000	
A conta de incorporação		7.000

Figura 2b: Exemplo de Incorporação de Sociedades sob Controle Comum

O Patrimônio Líquido de B também deverá ser transferido para A, correspondendo, por um lado, ao aumento de capital na sociedade A e, por outro, ao recebimento de ações da empresa A pelos acionistas de B que cancela o capital de B pela integralização de seus ativos líquidos incorporados.

Incorporação do Patrimônio Líquido

	<i>Débito</i>	<i>Crédito</i>
Patrimônio Líquido	14.000	
A conta de incorporação		14.000

Figura 2c: Exemplo de Incorporação de Sociedades sob Controle Comum

No caso da Companhia A, os ativos e passivos de B seriam simplesmente debitados e creditados:

Transferência de Ativos

	<i>Débito</i>	<i>Crédito</i>
Ativo Circulantes	5.000	
Ativo Realizável a Longo Prazo	7.000	
Ativo permanente	9.000	
a conta de incorporação		21.000
Conta de Incorporação	7.000	
a passivo circulante		4.000
a exigível a longo prazo		3.000

	<i>Débito</i>	<i>Crédito</i>
Conta de Incorporação	14.000	
a capital social		14.000

Figura 2d: Exemplo de Incorporação de Sociedades sob Controle Comum

Dessa forma considera-se que não houve compra de empresas, por que ambas pertenciam ao mesmo grupo controlador e não ocorre portanto discussão sobre avaliação contábil. O laudo de avaliação foi baseado nos saldos contábeis das empresas conforme determinado no protocolo de incorporação.

4.3.2 Incorporação com Participação de uma Empresa em Outra

Nesse caso, supomos que a companhia A comprou a companhia B, que se apresenta como um investimento no Balanço de A. O investimento (B) tem um valor de R\$ 18.000,00, sendo que desse R\$ 4.000,00 representa ágio. B, nesse caso, é considerada uma subsidiária integral de A.

As operações efetuadas no Balanço de B, são as mesmas do caso anterior, mas a baixa que seria realizada no seu Patrimônio Líquido são feitas nas ações correspondentes que estão no PL de A.

Nos registros contábeis da empresa A, haverá um acréscimo nas contas patrimoniais, mas sem aumento de capital, uma vez que a companhia já detém todo o patrimônio líquido de B.

O primeiro lançamento de recebimento dos ativos é o mesmo. O segundo corresponde à baixa do saldo da conta de incorporação (14.000) contra o saldo da conta de investimento avaliado (valor pago – ágio = 14.000).

Baixa do Ágio da Incorporação

	<i>Débito</i>	<i>Crédito</i>
Conta de Incorporação a investimentos – Valor da equivalência patrimonial	14.000	14.000

Figura 3a: Exemplo de Incorporação com participação de uma empresa em outra

O próximo passo é definir o destino contábil do valor referente ao ágio. Se o ágio é consequência de uma avaliação do ativo permanente superior ao seu valor contábil, ele deverá ser integrado ao custo dos ativos. Se, por outro lado, o ágio não se refere a diferenças no valor do ativo e não apresenta substância econômica, não poderá ser recuperado futuramente, e deve ser amortizado integralmente como despesa de A.

Ágio

ATIVO	
Circulante	23.000
Realizável a Longo Prazo	32.000
Permanente	
Imobilizado	32.000
PASSIVO	
Circulante	12.000
Exigível a Longo Prazo	8.000
Patrimônio Líquido	67.000

Figura 3b: Exemplo de Incorporação com participação de uma empresa em outra

Conciliando o Patrimônio Líquido de A após a incorporação com seu valor anterior:

Conciliação do Ágio com o PL

Patrimônio Líquido anterior	67.000
+Diferenças entre ativos e passivos incorporados	14.000
- Eliminação do Investimento	(14.000)
Patrimônio Líquido Atual	67.000

Figura 3c: Exemplo de Incorporação com participação de uma empresa em outra

No caso da amortização do ágio, o Patrimônio Líquido atual seria de R\$ 63.000,00.

4.3.3 Normas Contábeis - BACEN

Para as transações envolvendo empresas financeiras controladas pelo BACEN, é necessário respeitar algumas normas contábeis específicas. Através da circular nº 003017 de 6 de dezembro de 2000 o Banco Central estabeleceu alterações e consolidou os procedimentos contábeis que devem ser seguidos nos processos de incorporação, fusão e cisão de instituições financeiras, administradoras de consórcio e outras instituições controladas pelo BACEN. Duas exigências dessa norma são:

- As sociedades envolvidas devem elaborar balancete patrimonial acompanhado de parecer de auditoria externa em data base comum.
- Devem ficar a disposição do Banco Central demonstrações financeiras, livros Diário e Balanço e laudos contábeis relativos a cinco períodos financeiros anteriores à incorporação.

4.3.4 Normas Contábeis - CVM

A Comissão de Valores Mobiliários, responsável pelo controle e regulamentação das companhias abertas, define algumas normas contábeis que devem respeitadas no caso de pagamento de ágio na incorporação de companhias por ela controladas.

- O ágio resultante da diferença entre o valor de mercado e o valor contábil deve ser amortizado nas contas dos respectivos bens.
- Quando o objetivo de uma aquisição for uma concessão ou direito de exploração pública, a amortização será realizada no prazo contratado de utilização ou da perda de substância econômica.
- Quando o ágio representar expectativa de resultado futuro, deverá ser amortizado no prazo adequado, não ultrapassando dez anos, na conta específica do ativo diferido. No caso de deságio, em conta específica de resultado do exercício futuro.

A contrapartida dessas representações do ágio será feita na conta Reserva Especial de Ágio na Incorporação, no Patrimônio Líquido da incorporadora (instrução CVM nº319/99, art. 6º, parágrafo 1º). A reserva é incorporada ao capital social da empresa na medida que ocorre a amortização do ágio. Caso a companhia consiga benefício fiscal pela amortização do ágio fundado por expectativa de resultado futuro e se o caso estiver previsto no protocolo da incorporação, a reserva pode ser capitalizada em benefício do acionista controlador.

4.4 Legislação Antitruste

Todos de processos de re-agrupamento de empresas, especialmente aqueles em que as empresas pertencem à mesma indústria, estão sujeitos às restrições da legislação antitruste, que visa a defesa e promoção da livre concorrência.

Segundo a legislação brasileira, a defesa e promoção da economia competitiva é função do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC), através de prevenção ou repressão de ações que limitem a livre concorrência. Integram o SBDC a Secretaria de Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda – SEAE, a Secretaria de Direito Econômico do Ministério da Justiça – SDE e o Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE, uma autarquia vinculada ao Ministério da Justiça.

A atuação desses órgãos dividi-se em duas funções: o controle da estrutura de mercado, pela apreciação de fusões, aquisições e incorporações, e o controle de condutas anti-concorrenciais, que verifica a existência de infrações à ordem econômica. A fim de evitar concentração econômica e restrições a livre concorrência, todos os processos de fusão, incorporação, compra ou venda de sociedades que envolvem empresas com faturamento anual superior a US\$ 170 milhões ou que resultem na detenção de mais de 20% do mercado, devem passar pela aprovação do SBDC.

Lei Antitruste

A Lei antitruste tem como objetivos a defesa da liberdade de iniciativa e da livre concorrência e a função social da propriedade, além da defesa dos consumidores e a repressão ao abuso do poder econômico.

A lei designa ao CADE a função de decidir sobre a existência de infração e sobre os processos instaurados pela SDE, aplicando as penalidades previstas em lei. À SDE competem as funções de acompanhar as práticas comerciais para prevenir infrações de ordem econômica, instaurar processo administrativo no caso de irregularidades e remeter ao CADE os processos instaurados que configurem infração da ordem econômica. Além disso, cabe à SDE fiscalizar o cumprimento das decisões do CADE.

As principais infrações apresentadas na Lei Antitruste, relacionadas com os processos de fusão e aquisição são:

- Domínio do mercado relevante de bens ou serviços;
- Exercício de forma abusiva da posição dominante - empresa ou grupo de empresas controla parcela substancial do mercado relevante (fornecedor, intermediários, adquirente ou financiador de produto, serviço ou tecnologia relativos a ele); e
- Dificultar o acesso de novas empresas ao mercado.

Para garantir a transparência no processo que define se uma aquisição é ou não prejudicial ao mercado, os Ministérios da Fazenda e da Justiça publicaram a portaria “Análise Econômica dos Atos de Concentração Horizontal” que descreve como é realizada a análise e tomada a decisão quanto a legalidade do processo.

Análise Econômica de Atos de Concentração Horizontal³

Abrangência

Nos processos de Fusão e Aquisição, o foco da legislação antitruste é a integração de empresas provedoras ou consumidoras de bens ou serviços concorrentes. O controle realizado pelo SBDC objetiva a defesa da concorrência pela criação de uma economia eficiente e preservação do bem estar econômico da sociedade. Dessa forma, na análise de um processo de aquisição ou fusão, é ponderado o exercício do poder de mercado⁴ contra os eventuais incrementos de produtividade, melhorias na qualidade e aumento da diversidade de produtos decorrentes dos ganhos de escala, determinando se o efeito líquido do processo é positivo ou negativo, isto é, melhora ou reduz o bem estar econômico.

O quadro abaixo representa a Análise Econômica de Atos de Concentração Horizontal:

³ No anexo 1 do trabalho pode ser encontrado o guia completo de Análise Econômica de Atos de Concentração Horizontal.

⁴ Poder de Mercado: uma empresa ou grupo de empresas coordenadamente aumenta os preços, reduz quantidades, diminui a qualidade ou variedade dos produtos ou serviços que oferece graças à forte atuação que possui.

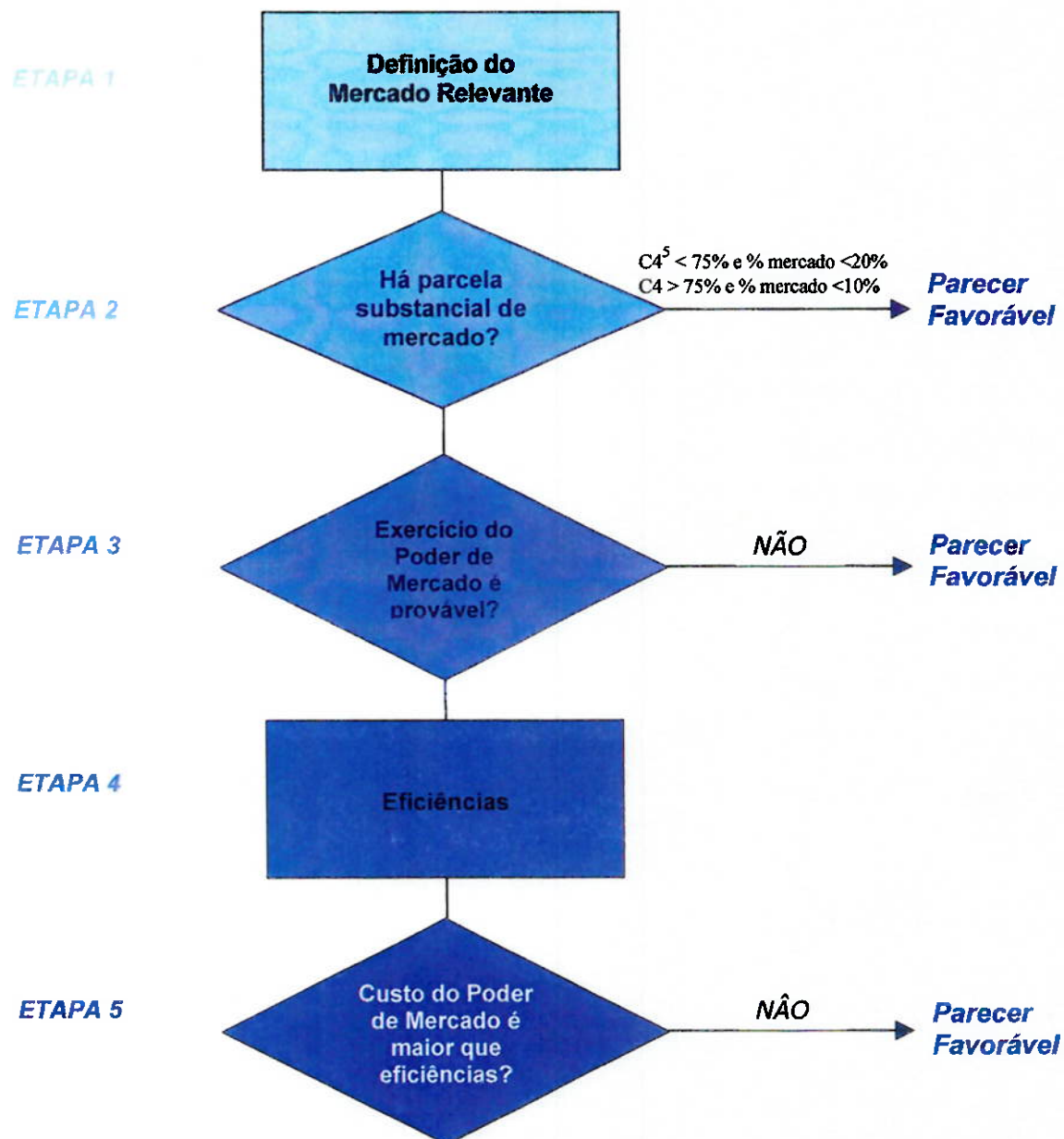


Figura 4: Análise Econômica de Atos de Concentração

Fonte: Portaria Conjunta número 50 SEAE e SDE

⁵ C4 representa a quatro maiores companhias que atuam no negócio.

Etapa 1: Definição do Mercado Relevante

Identificação dos agentes econômicos (consumidores e fornecedores) que limitam as decisões referentes ao preço dos produtos fornecidos pela empresa resultante da operação. São considerados nessa etapa a reação de consumidores e fornecedores a mudanças no preço do produto e a disponibilidade de produtos substitutos. O Mercado Relevante é definido em função dos produtos e serviços componentes e da área de atuação da empresa.

Etapa 2: Determinação da Parcela de Mercado:

O controle de uma parcela significativa do mercado é uma condição, embora não suficiente, necessária para que a operação tenha impacto negativo sobre a livre concorrência. Dois fatores são levados em conta nessa análise: 1) o market share da empresa resultante e 2) o market share das quatro maiores empresas do negócio.

Quando a empresa resultante tiver o controle de uma parcela maior ou igual a 20% do mercado, poderá desenvolver o controle unilateral do poder de mercado. O controle coordenado do poder de mercado ocorre quando a participação das quatro maiores empresas do mercado for superior a 75% e a empresa resultante obtiver um market share de pelo menos 10%.

Etapa 3: Exame da Probabilidade de Exercício de Poder de Mercado

O domínio de uma parcela significativa do mercado não implica que a empresa irá exercer o poder de mercado. Outros fatores são levados em conta nessa verificação:

- Participação das importações no mercado e a curva de elasticidade dessas importações no caso de aumento de preço ou redução da qualidade e/ou variedade do produto.
- Barreiras de Entrada para Novos Competidores.
- Rivalidade entre Concorrentes: em mercados onde as empresas costumam adotar condutas agressivas em relação a seus concorrentes, a possibilidade de exercício de poder de mercado fica reduzida.

- Condição para a Coordenação de Decisões: quando existem poucas empresas no mercado, seus produtos são homogêneos e as condutas empresariais restringem a rivalidade entre concorrentes. Isso aumenta a possibilidade das empresas concorrentes de unirem e exercerem um poder de mercado coordenado.

Etapa 4: Eficiências Econômicas

Para avaliar o efeito da concentração de empresas a SEAE e a SDE analisam o aumento do poder de mercado em relação às eficiências econômicas derivadas do ato. Eficiências Econômicas são os benefícios consequentes de economias de escala ou melhoria tecnológica que não poderiam ser obtidos de outra maneira que não união das empresas.

É considerado ainda nessa etapa, se o aumento da capacidade de poder de mercado da nova empresa poderá reduzir o poder de mercado da indústria de insumos, resultando em um efeito compensatório.

Etapa 5: Avaliação do Efeito do Ato sobre a Eficiência Econômica

Para garantir que o processo de aquisição ou fusão resulte em benefício para o consumidor, a SEAE e a SDE emitem três tipo de recomendações:

1. Aprova o Ato – quando não há redução do bem-estar do consumidor e da eficiência econômica
2. Aprova o Ato com Restrições – impedindo que ocorra redução no bem-estar do consumidor e da eficiência econômica. As restrições mais utilizadas são a venda de fábricas e marcas ou a quebra de patentes.
3. Reprova o Ato – quando não existirem restrições que impeçam o prejuízo do mercado e do consumidor.

Caso prático da análise econômica de concentração:

Na aquisição da Antártica pela AMBEV, a SEAE, a SDE e o CADE realizaram uma detalhada análise que resultou na aprovação da operação com restrições.

a. Custos e Benefícios Levantados

<i>Custos</i>	<i>Benefícios</i>
1. Eliminação de concorrentes	Elevadas eficiências
2. Redução setorial de produção e emprego	R\$ 282 milhões segundo SEAE
3. Restrição à escolha do consumidor	R\$ 373 milhões segundo SDE

Tabela 1: Custos x Benefícios da Aquisição da Antártica pela AMBEV

b. Medidas Compensatórias

1. Eliminação de concorrentes

- Viabilização da entrada de novo concorrente através da venda da marca Bavária e da venda de cinco fábricas e
- Compartilhamento da rede de distribuição por seis anos.

2. Redução setorial de produção e emprego

- A companhia não pode fechar fábricas sem antes oferecê-las ao mercado e
- Realização de programas de treinamento e re-alocação de funcionários.

3. Restrição à escolha do consumidor

- Desobrigação da exclusividade nos pontos de venda.

c. Penalidades

1. Intervenção judicial caso não efetue a venda da marca Bavária ou das cinco fábricas.
2. Multa diária de cem mil UFIRs em caso de descumprimento de um dos tópicos
3. Desconstituição no caso de descumprimento do conjunto do termo.

4.5 Benefício Fiscal

Uma decisão importante no processo de incorporação é a opção pela compra dos ativos da companhia alvo ou de suas ações. A aquisição de ativos é significativamente mais onerosa em relação à tributação. Além dos impostos sobre o valor recebido pelos proprietários da empresa adquirida, existe uma taxa sobre o valor do prêmio pago, que poderá ser maior ou menor dependendo de como esse valor é alocado sobre os ativos.

A aquisição das ações da empresa alvo, por outro lado apresenta o benefício da amortização do prêmio. Segundo a Lei Fiscal - art.336 - a pessoa jurídica que absorver o patrimônio de outra poderá amortizar o valor do ágio fundamentado por expectativa de rentabilidade futura em cinco anos. Além disso, a Instrução diz que o ágio na incorporação tem que ser excluído do cálculo da relação de substituição das ações dos acionistas não controladores. O ágio amortizado em cada período não pode diminuir os dividendos atribuídos aos acionistas não controladores. É necessária portanto, uma análise cuidadosa das vantagens e desvantagens de cada uma das alternativas.

Outro fator importante relativo aos benefícios fiscais em uma operação de aquisição é que a empresa adquirente poderá obter ganhos fiscais na determinação dos impostos futuros em compensação aos prejuízos que a empresa alvo teve no passado.

4.6 Órgãos Reguladores

Nesse item apresentaremos agências e órgãos que atuam na regulamentação e acompanhamento de mercados no Brasil.

4.6.1 CVM – Comissão de Valores Mobiliários

Processos de incorporação, fusão ou cisão de companhias abertas, sociedades comerciais, sociedades beneficiárias de recursos resultantes de incentivos fiscais registradas na CVM e sociedades com ações negociadas em Bolsas de Valores são regidos pela Comissão de Valores Mobiliários, conforme normas apresentadas nas Instruções nº 319/99 e nº 320/99. A CVM é a agência responsável pelo registro das companhias abertas, organização e funcionamento das bolsas de valores, além da negociação e intermediação no mercado financeiro.

As condições de aquisições, fusões ou cisões que envolvam companhias abertas devem ser comunicadas à CVM e à Bolsa de Valores e divulgadas na imprensa pelo menos quinze dias antes da assembléia de deliberação sobre o protocolo e justificação. Dessa comunicação devem fazer parte:

- Motivos ou fins da operação:
 - benefícios (patrimonial, legal, financeiro, empresarial) esperados;
 - fatores de risco;
 - montante do ágio que poderá ser amortizado com fins de benefício fiscal; e
 - estimativa dos custos da operação.
- Atos societários e negociais que antecedem a operação.
- Comparação das vantagens políticas e patrimoniais das ações dos controladores e dos demais acionistas antes e depois da operação.
- Ações que acionistas preferenciais devem receber e possíveis modificações dos direitos.

- Critérios de avaliação do patrimônio líquido e tratamento que será dado às variações.
- Soluções a serem adotadas quanto às ações da companhia adquirida possuídas por terceiros.
- Número e espécie de ações que deverão substituir, caso haja troca, além dos critérios de distribuição das novas ações.
- Valor do reembolso a que terão direito os acionistas dissidentes.
- Detalhamento da composição dos passivos e contingências passivas não contabilizadas assumidas pela empresa aquisitora.
- Identificação de peritos ou empresa responsável pela avaliação da companhia alvo.
- Se a operação foi ou será submetida à aprovação das autoridades reguladoras ou de defesa da concorrência.
- Indicação dos locais onde estarão disponíveis as possíveis alterações estatutárias e discriminação dos documentos colocados à disposição do acionistas da empresa.

Todos os documentos e informações que forem colocados à disposição do controlador devem também ser postos à disposição de todos os acionistas

4.6.2 CMN/BACEN

O Conselho Monetário Nacional (CMN) exerce, através do Banco Central, as funções de controle e regulamentação do Sistema Financeiro. Entre as atribuições referentes a fiscalização desses órgãos:

- Conceder autorização para o funcionamento das instituições financeiras e outras entidades, conforme legislação em vigor.
- Formular normas aplicáveis ao Sistema Financeiro Nacional, protegendo o interesse público e garantindo o desenvolvimento do Mercado Financeiro.

- Fiscalizar e regular as atividades das instituições financeiras e demais entidades por ele autorizadas a funcionar (mais de 3 mil instituições), através de vistorias para verificar a solidez, a observância dos aspectos legais e a regulamentação das operações, registros e controles.

4.6.3 Anatel – Agência Nacional de Telecomunicações

A ANATEL – Agência Nacional de Telecomunicações foi criada em 1997 pelo Governo Federal com a função de regulamentar e fiscalizar os serviços de telecomunicação do país. Trata-se de uma autarquia especial, independente administrativa e financeiramente. Seus recursos são provenientes do FISTEL – Fundo de Fiscalização das Telecomunicações. O Conselho da ANATEL é formado por representantes do poder Executivo, do Congresso, das entidades prestadoras de serviços e pelos próprios usuários. Entre as funções da Agência, destaca-se na abertura do mercado de telefonia:

- Atuar no controle, prevenção e repressão das infrações de ordem econômica, no âmbito das telecomunicações.
- Estabelecer restrições, limites ou condições a grupos empresariais para obtenção e transferência de concessões, permissões e autorizações, de forma a garantir a competição e impedir a concentração econômica no mercado.

4.6.4 ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica

A Agência Nacional de Energia Elétrica – ANEEL, foi criada em 1996 com a função de regular e fiscalizar a geração, a transmissão, a distribuição e a comercialização de energia elétrica no Brasil. Trata-se também de uma autarquia especial, mas está vinculada ao Ministério de Minas e Energia.

Defender a concorrência, pela garantia de uma participação igualitária dos diversos agentes no mercado de energia elétrica é uma das funções da ANEEL. Para tanto, a Agência limitou a participação das concessionárias de geração e distribuição de energia bem como dos agentes de comercialização através da resolução 094 de 30 de Março de 1998 e 278 de 19 de Julho de 2000.

A ANEEL fixou ainda, convênios com o CADE, a SDE e a SEAE, fornecendo suporte técnico, para facilitar a atuação desses órgãos e garantir o bem estar do mercado de energia.

4.6.5 ANTT – Agência Nacional de Transportes Terrestres

Em Fevereiro de 2002, foi criada a ANTT – Agência Nacional de Transportes Terrestres. A agência atua no processo de desestatização dos transportes rodoviário e ferroviário, através de programas de concessão de rodovias, ferrovias e da exploração de infra-estrutura ferroviária. Entre suas funções está arbitrar nas situações de conflitos de interesses e impedir situações que configurem competição imperfeita ou infração contra a ordem econômica.

CAPÍTULO 5

SISTEMÁTICA DE AVALIAÇÃO

A avaliação é a etapa central de um processo de aquisição. Apesar da crescente importância das Fusões e Aquisições são ainda significativas as falhas na determinação do valor da empresa alvo. Um processo de avaliação eficiente reduz os riscos de se adquirir uma empresa pouco atrativa economicamente e, mais do que isso, de se pagar demais por uma atrativa.

No processo de avaliação de uma empresa é preciso ter em mente que mais do que os fluxos de caixa gerados hoje por ela é preciso determinar os fluxos de caixa que serão gerados pelas duas empresas em conjunto, considerando as sinergias e a nova administração a que a empresa target estará submetida, em outras palavras, que valor pode ser criado pela empresa alvo.

Dessa maneira, uma análise adequada deve ser capaz de responder no mínimo os pontos levantados a seguir:

- Os benefícios obtidos futuramente justificam o investimento atual, levando em conta os riscos da operação?
- Quais são as principais áreas de risco da operação?
- A que taxa deverá ser comparado o retorno desse investimento? Qual o mínimo retorno que justifica a operação?
- A operação é o melhor investimento para maximizar o valor da empresa?
- Qual é a melhor maneira de financiar esse investimento?

Antes de iniciar a avaliação da empresa alvo é necessária uma auto-avaliação, analisando:

1. Quanto vale a companhia?
2. Como esse valor será afetado com a concretização dos possíveis cenários?

Muitos métodos de avaliação são utilizados: Fluxo de Caixa Descontado, Relative Valuation, Análise de Transações Comparáveis, Contingent Claim Valuation, Custo

Histórico, Custo de Reposição, Mensuração de Ativos, Avaliação Patrimonial e Avaliação pelo Rendimento Supra-Normal são apenas alguns deles.

Nesse trabalho serão discutidos os três primeiros métodos, os mais utilizados, com ênfase ao Fluxo de Caixa Descontado.

Na prática, a avaliação é realizada por mais de uma metodologia e em cada uma dessas avaliações diversos fatores são variados. Ao final, determina-se uma faixa de valores que compreende o valor ideal para a empresa.

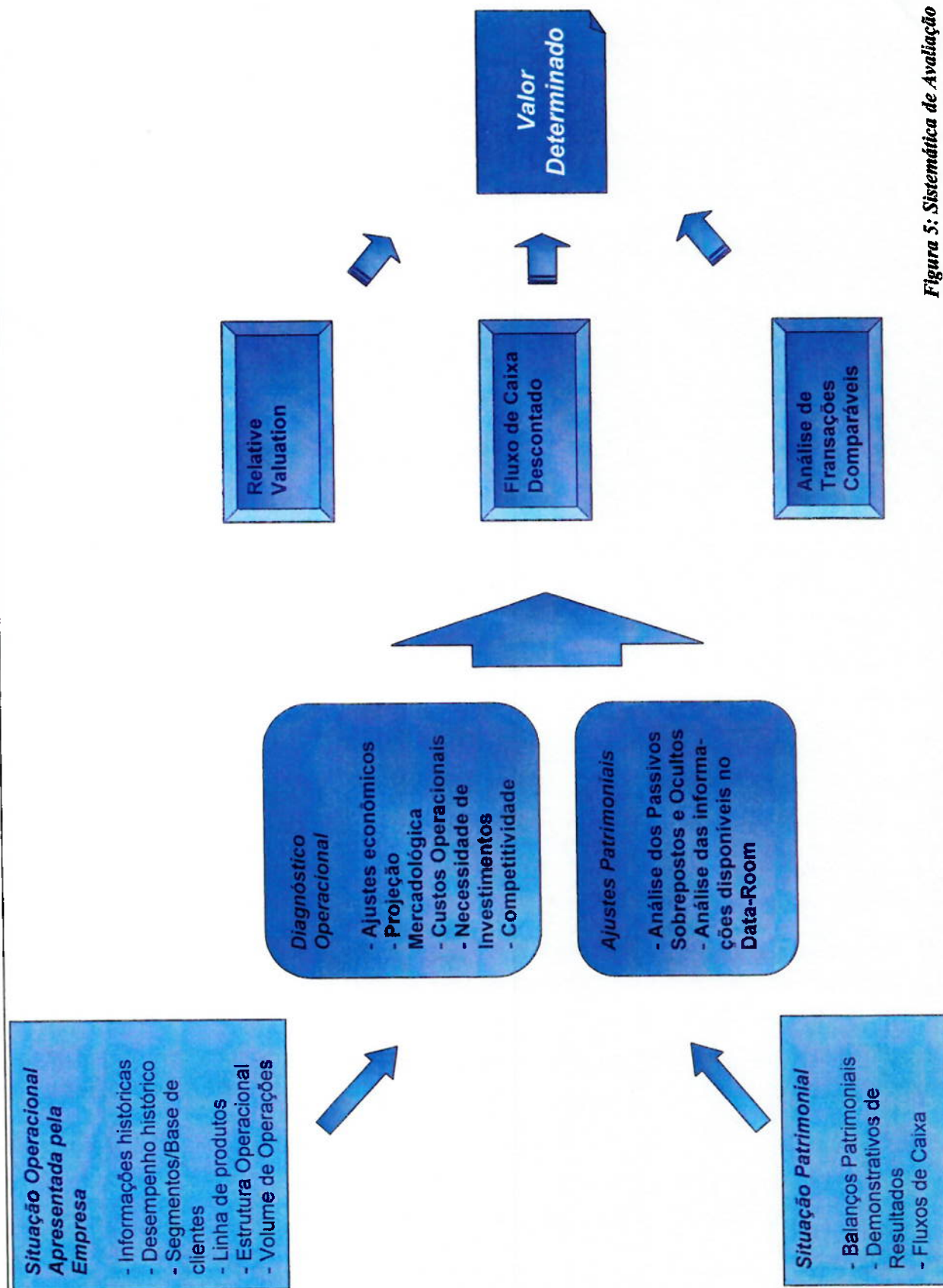


Figura 5: Sistemática de Avaliação

5.1 Relative Valuation

Relative Valuation é uma avaliação econômico-financeira baseada no preço das ações de empresas comparáveis àquela em análise, negociadas na Bolsa de Valores. Uma vez que essa metodologia é baseada no mercado, os resultados obtidos são influenciados pelas leis de oferta e procura, de acordo com a maior ou menor demanda pelos papéis da indústria.

Além da procura pelos papéis, nesse tipo de avaliação acaba sendo levada em conta a percepção do mercado em relação a questões operacionais, apoio de órgãos reguladores, fatores macroeconômicos, tendências envolvem o setor de maneira geral. O resultado é a determinação da faixa de valores onde a empresa iria operar se fosse “colocada no mercado”.

O primeiro passo para o Relative Valuation é a pré-avaliação. Nessa etapa é realizada a análise de diversas empresas negociadas em Bolsa e são selecionadas aquelas que podem ser usadas na comparação. Empresas são consideradas semelhantes quando fazem parte do mesmo setor industrial, Telecomunicações por exemplo, e apresentam parâmetros financeiros e operacionais comparáveis. Estratégias corporativas e peculiaridades da empresa em análise também devem ser consideradas.

O próximo passo é a definição dos múltiplos, isto é, que fatores serão utilizados como referenciais na comparação. Os múltiplos mais utilizados são:

Múltiplos de Lucro:

- Preço⁶ / Lucro
- Preço / LAJIR (Lucro Líquido Antes dos Juros e Importo de Renda)
- Preço / EBITDA (Lucros Antes dos Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações)

Múltiplos de Valor Patrimonial

- Preço / Valor Patrimonial

⁶ Nesse caso, chama-se de preço a cotação das ações preferenciais da empresa.

- Preço / Valor Patrimonial dos Ativos
- Preço / Custo de Reposição

Múltiplos de Receitas

- Preço / Vendas

Múltiplos de Firm Value⁷

- FV / EBITDA
- FV / Lucro
- FV / Vendas

Para algumas empresas específicas, costuma-se utilizar múltiplos especiais. É o caso de quantidade de barris para empresas exploradoras de petróleo, número de assinantes para companhia de TV por assinatura ou de leitos no caso de hospitais.

O Relative Valuation é muito utilizado em razão da sua simplicidade, que permite uma rápida avaliação da empresa. Entretanto, é preciso levar em consideração que duas empresas nunca são iguais em termos de risco e crescimento e, portanto, não se trata de uma avaliação altamente precisa. Um problema dessa metodologia é sua fácil manipulação. Selecionando as empresas que serão utilizadas na compra é possível produzir resultados mais ou menos elevados, de acordo com o ponto de vista do avaliador. Para evitar, manipulações e erros na avaliação, utiliza-se uma lista de resultados de uma série de empresas comparáveis, gerando um leque de possíveis valores ou um valor baseado na média ou mediana desses dados. Assim, ao invés de obter-se um valor pontual para a empresa em estudo, determina-se um intervalo para esse valor.

O Relative Valuation é especialmente aplicável em indústrias cuja tecnologia e os meios de fabricação são estáveis e que apresentam intensidade de capital relativa. Por outro lado ao utilizar o método, é importante estar atento a fatores que podem causar

⁷ Firm Value ou Valor de Mercado Alavancado é o Valor de Mercado da Empresa somado à sua Dívida Líquida.

distorção na comparação entre as empresas, como é o caso da sazonalidade na demanda do produto, de convenções contábeis e do grau de alavancagem.

Para analisar e exemplificar a metodologia, faremos uma avaliação simplificada do BEG – Banco do Estado de Goiás, privatizado em dezembro de 2001 através de um leilão. Todos os dados relativos ao banco que foram utilizados estão disponíveis ao público⁸. O banco foi oferecido ao valor mínimo de R\$ 306 milhões e adquirido pelo Itaú a R\$ 665 milhões.

O valor do BEG será calculado com base no valor patrimonial dos três maiores bancos privados brasileiros. O gráfico abaixo apresenta o número de clientes e o valor patrimonial do Bradesco, do Itaú e do Unibanco:

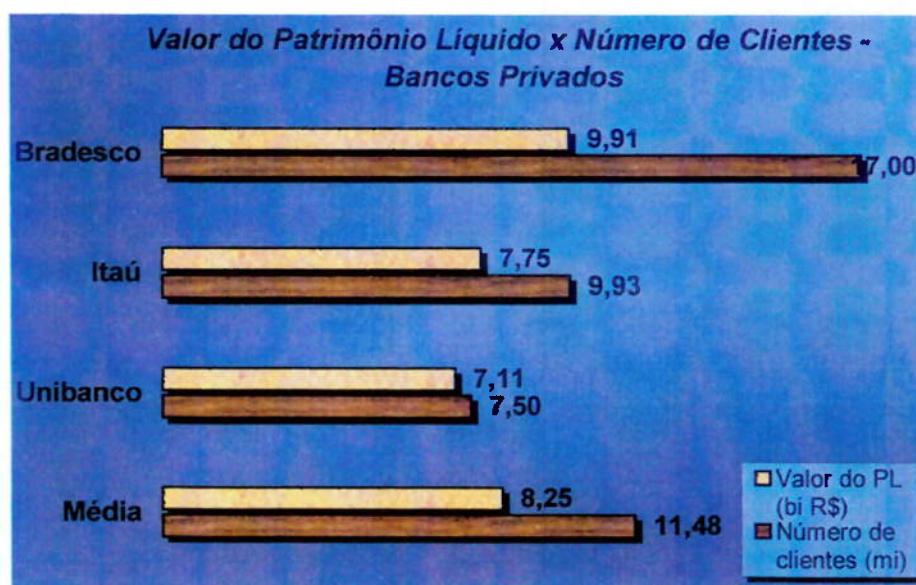


Figura 6: Valor x Número de clientes dos maiores bancos privados do Brasil
Fontes: Demonstrativo de Resultado dos bancos e site do Bacen

⁸ Informações disponíveis no site do BEG.

De acordo com reportagem divulgada pelo jornal O Estado de São Paulo, o número de clientes do BEG na época da privatização era 430 mil. A partir desses dados, pelo Relative Valuation, o banco seria avaliado em:

$$\text{Valor BEG} = \frac{\text{Valor Médio} \times \text{Número Clientes BEG}}{\text{Número Clientes Médio}}$$

$$\text{Valor BEG} = \frac{8,25 \times 430}{11,48} = \text{R\$309 milhões}$$

5.2 Análise de Transações Comparáveis

As Análises de Transações Comparáveis geralmente são utilizadas em processos de aquisição realizados por compradores estratégicos ou financeiros. Por isso essa metodologia também ser conhecida por Transação do Investidor Estratégico. A avaliação visa identificar o valor de liquidez da empresa pela análise e revisão de transações semelhantes realizadas anteriormente. A definição de transações semelhantes refere-se tanto à empresa – características da companhia e da indústria a que pertence, como ao tipo de transação – negociação amigável, hostil, leilão.

Para realizar o processo de avaliação é necessário o desenvolvimento de duas etapas. A primeira consiste em analisar transações históricas e, como no caso do Relative Valuation, identificar as comparáveis. Analisando os termos dessas transações são definidos os referenciais para a avaliação e as práticas de negociação que foram utilizadas. A etapa seguinte é a identificação do grupo de potenciais compradores estratégicos e financeiros para a empresa em avaliação. Em seguida, é feito um estudo de cada um desses possíveis compradores, levantando sua capacidade financeira, seus planos de competitividade estratégica e as sinergias, operacionais, financeiras e de ativos, que devem ser obtidas com a aquisição.

Tendo definido as transações históricas comparáveis e quem são os possíveis compradores da empresa, pode-se iniciar a avaliação propriamente dita. O primeiro passo da avaliação é analisar profundamente a empresa e destacar suas características principais, permitindo assim determinar que critérios serão utilizados para selecionar as transações comparáveis.

O passo seguinte é a análise minuciosa dessas transações. Essa análise deve focar especialmente a relação entre a Remuneração Paga, as Características Gerais da Empresa e o Contexto Geral da Transação. Com o estudo de diversas transações, é possível preparar uma análise de sensibilidade com as variações desses fatores. Isso permitirá, como na metodologia de Relative Valuation, definir uma faixa onde estará situado o valor da empresa.

A comparação nesse caso, também é feita com base em múltiplos. Em geral, são definidos como múltiplos nas Análises de Transações Comparáveis Volume de

Vendas, Receita Operacional e Fluxo de Caixa. Além das relações entre as operações, esses múltiplos acabam por definir também a relação entre os conjuntos de ativos. Os múltiplos são então aplicados aos indicadores relevantes para calcular a estimativa do valor.

Em geral, assume-se que esses múltiplos já incluem o Prêmio de Controle, uma vez que as outras transações também incluíam prêmio. Da mesma maneira, valores considerados sinérgicos ou estratégicos na metodologia do Fluxo de Caixa Descontado também estão refletidos nos múltiplos. Nesse ponto é importante lembrar que esses valores são muito específicos para cada uma das possíveis empresas compradoras e, portanto, uma sinergia entre A e B seria distinta das sinergias entre A e C.

O principal problema desse método é a falta de transações comparáveis para utilizar na avaliação.



Figura 7: Número de clientes x Valor de venda dos bancos privatizados
Fonte: Sites dos bancos e do Bacen

Sabendo que o BEG possuía na época da privatização 430 mil clientes, podemos determinar o valor do Banco através da Análise de Transações Comparáveis:

$$\text{Valor BEG} = \frac{\text{Valor Médio} \times \text{Número Clientes BEG}}{\text{Número Clientes Médio}}$$
$$\text{Valor BEG} = \frac{1.669 \times 430}{1.128} = \text{R\$636 milhões}$$

Dois fatores devem ser levantados depois das duas avaliações realizadas:

- A escolha dos bancos ou empresas comparáveis é um fator muito delicado e de grande importância. No caso do múltiplo escolhido – número de clientes deve se levar em conta que o perfil dos clientes de cada banco é diferente. O “valor” do cliente varia de acordo com a região que o banco atua ou com o segmento de mercado que ele explora. Compradores do Banespa ou Banestado, por exemplo, estavam dispostos a pagar um significativo valor adicional pela clientela desses bancos uma vez que o poder aquisitivo de clientes os estados de São Paulo e Paraná é maior do que o de clientes do Baneb – Bahia ou do próprio BEG – Goiás.
- A diferença apresentada entre as duas metodologias é perfeitamente aceitável. O Relative Valuation determinou o valor efetivo do banco, de acordo com o valor das ações dos bancos privados. Esse valor é equivalente ao preço mínimo exigido no leilão pelo banco. A metodologia de Transações Comparáveis, por sua vez, considerou o ágio ou prêmio referente à aquisição controle da empresa, já que o valor pago pelos outros bancos também incluía esse prêmio. Nesse caso, o valor determinado – R\$ 636 milhões foi bastante próximo o lance final oferecido pelo Itaú – R\$ 665 milhões.

5.3 Fluxo da Caixa Descontado

Com base em tudo que foi discutido em relação à criação de valor para o acionista, a ferramenta mais consistente de avaliação de uma empresa é o Fluxo de Caixa Descontado - FCD. Através da metodologia do FCD, o valor de uma empresa é determinado pelos fluxos de caixa futuros previstos para a empresa, trazidos a valor presente a uma taxa que reflita o risco associado a esses fluxos.

Na definição desses fatores destaque especial deve ser dado à avaliação da situação patrimonial da empresa alvo no momento da venda. O balanço patrimonial pode apresentar ativos e passivos que comprometam o futuro da organização. Deve-se, portanto efetuar uma profunda análise das situações financeira, tributária, fiscal, dos ativos fixos, de meio-ambiente, trabalhista e previdenciária, quando houver plano de previdência privada patrocinado pela organização que está sendo alienada. No caso das empresas privatizadas no Brasil, as empresas aquisitoras assumiram sérios problemas previdenciários.

O diferencial do FCD é o fato de a avaliação considerar não só o investimento exigido para gerar os lucros, como o momento em que esses investimentos e resultados ocorrem. A avaliação através dos fluxos de caixa baseia-se na premissa de que um investimento só agrega valor quando gera um retorno maior do que aquele que poderia ser alcançado com outros investimentos de risco semelhante.

Existem diversos modelos de avaliação de empresas fundamentados no Fluxo de Caixa Descontado. Nesse trabalho utilizaremos o Modelo do DCF da Entidade que permite uma avaliação isolada de cada elemento no valor da empresa, facilitando a identificação dos fatores chaves de geração de valor.

5.3.1 Modelo do Fluxo de Caixa Descontado da Entidade

O modelo do FCD da Entidade parte da premissa de que o Valor para o Acionista é dado pela dedução do Valor de todas as participações com preferência sobre o acionista do Valor Total das Operações da Empresa. Cada um desses valores, por sua vez, é obtido pelo desconto dos respectivos fluxos de caixa futuros descontados a taxas que reflitam seus riscos.

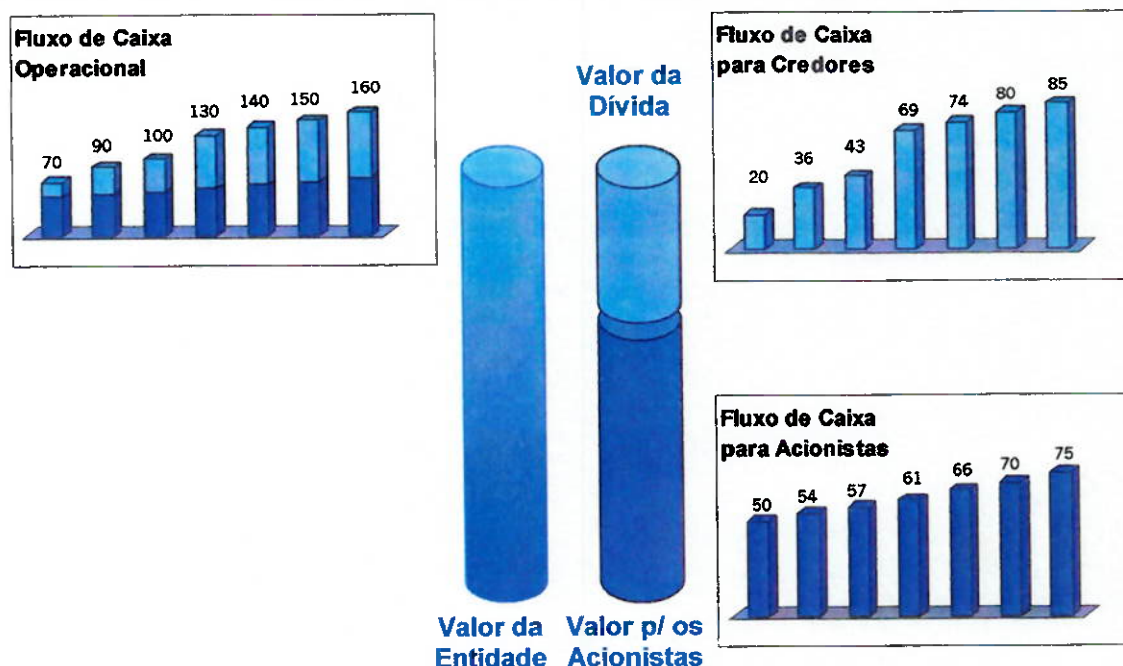


Figura 8: Fluxo de Caixa Descontado- Método da Entidade
 Fonte: Adaptado de Copeland, 2000

A aplicação do modelo depende de algumas definições:

Valor das Operações: valor das projeções do fluxo de caixa livre (FCL) descontado a valor presente. O fluxo de caixa livre é dado por:

FCL	=	Resultado Operacional da Empresa depois dos Impostos	+	Custos que não envolvem Caixa	-	Investimentos em Capital de Giro, Imobilizado e outros Ativos
------------	---	--	---	-------------------------------------	---	---

Não são incorporados ao FCL os fluxos de financiamento como juros e dividendos.

WACC: é custo médio ponderado do capital (weighted average cost of capital), isto é, a taxa de desconto dos fluxos de caixa que reflete o custo de oportunidade proporcional de cada fonte de capital da empresa.

Valor da Perpetuidade: é o valor residual da empresa após o horizonte de projeção utilizado no modelo.

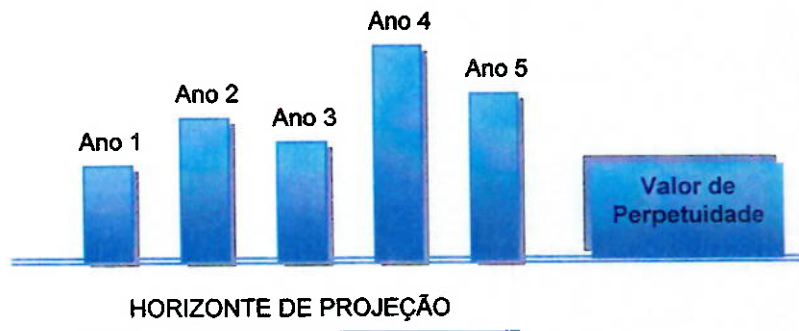


Figura 9: Valor de Perpetuidade

Valor da Dívida: é o valor presente dos fluxos de caixa para credores, descontados à taxa de mercado para dívidas de risco semelhante com prazo comparável. Em outras palavras, o valor da dívida inclui o “valor de mercado de seus empréstimos, exigibilidades trabalhistas e o valor de mercado de outras reivindicações como ações preferenciais.” (Rappaport, 2001)

Valor das Ações: é o valor das operações menos o valor da dívida, ajustado para os ativos e passivos não operacionais.

Resultado Não-operacional: valor corrente dos títulos negociáveis e outros investimentos que podem ser convertidos em caixa, mas não estão relacionados à operação do negócio. Também deve ser determinado quando realizamos a avaliação da empresa como um todo.

Taxa de Crescimento da Empresa

Antes de definir os componentes do Modelo é importante ainda destacar taxa de crescimento da empresa que é um fator determinante para os seus fluxos de caixa. Ela é dada pelo produto da taxa de investimento pelo retorno sobre esse novo capital investido:

$$\text{Taxa de Crescimento} = \text{Retorno sobre novo capital investido} \times \text{Taxa de investimento}$$

$$\text{Taxa de Crescimento} = \text{Retorno sobre novo capital investido} \times \frac{\text{Investimento Líquido}}{\text{Lucro Operacional}}$$

A importância da taxa de crescimento na determinação de valor da empresa pode ser verificada observando-se a empresa A em duas situações:

Situação 1:

Re-investimento anual: 25% de seu lucro operacional

Retorno sobre novo investimento: 20%

Taxa de crescimento = 20% x 25% = 5%

<i>Empresa A</i>	<i>Ano 1</i>	<i>Ano 2</i>	<i>Ano 3</i>	<i>Ano 4</i>
<i>ROAJ</i>	100,00	105,00	110,30	115,80
<i>Investimento Líquido</i>	25,00	26,20	27,60	29,00
<i>Fluxo de Caixa</i>	75,00	78,8	82,7	86,80

Tabela 2a: Valor da empresa em função da taxa de crescimento

Situação 2:

Re-investimento anual: 40% de seu lucro operacional

Retorno sobre novo investimento: 20%

Taxa de crescimento = 20% x 40% = 8%

<i>Empresa A</i>	<i>Ano 1</i>	<i>Ano 2</i>	<i>Ano 3</i>	<i>Ano 4</i>
<i>ROAJ</i>	100,00	108,00	116,60	126,00
<i>Investimento Líquido</i>	40,00	43,20	46,60	54,00
<i>Fluxo de Caixa</i>	60,00	64,80	70,00	75,60

Tabela 2b: Valor da empresa em função da taxa de crescimento

Em um primeiro momento, o cenário com Taxa de Crescimento menor apresenta fluxos de caixa maiores. Entretanto, se analisarmos a vida da empresa a longo prazo, de acordo com a teoria de maximização de valor para o acionista, sempre que o retorno sobre o capital investido for maior que o custo do capital, uma taxa de crescimento maior proporcionará um valor maior::

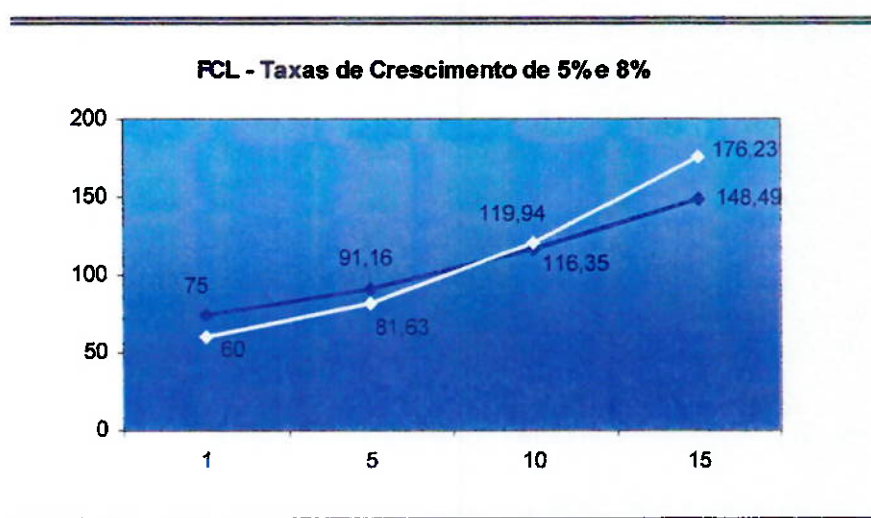


Figura 10: Valor criado x Taxa de crescimento
Fonte: Adaptado de Gitman, 1997

5.3.2 Fluxo de Caixa Livre

O Fluxo de Caixa Livre ou Operacional é o fluxo de caixa total de uma empresa depois de descontados os impostos. Trata-se do Fluxo relativo à entidade, que engloba tanto o valor para o acionista como o valor para os credores. Para calcular o FCL dois fatores precisam ser definidos:

Resultado Operacional Antes dos Juros (ROAJ): é o lucro líquido resultante das operações (receitas e despesas não operacionais são desconsideradas) depois de descontados os impostos.

Investimento Líquido (IL): é o aumento do capital investido nas operações da empresa – plantas, equipamentos.

O Fluxo de Caixa Livre pode ser calculado pela subtração do *Investimento Líquido* do *ROAJ* da empresa:

$$FCL = ROAJ - \text{Investimento Líquido}$$

Outra maneira de calcular o FCL seria a partir dos investimentos brutos da empresa:

$$FCL = (ROAJ + \text{Depreciação}) - (\text{Investimento Líquido} + \text{Depreciação})$$

$$FCL = \text{Fluxo de Caixa Bruto} - \text{Investimento Bruto}$$

As despesas com depreciação e amortização não são incluídas no FCL já que não representam desembolso de capital.

O Fluxo de Caixa não operacional deve ser calculado paralelamente na determinação do valor total da empresa. Esse fluxo decorre de todas as atividades não relacionadas ao negócio da empresa: investimento em ações, títulos do governo, instrumentos de renda fixa. O Fluxo de Caixa de atividades não continuadas da empresa como resultados de reestruturação e investimentos que estão sofrendo desinvestimentos também são incluídos no resultado não operacional.

5.3.3 Determinação da Taxa de Desconto

a. Custo do Capital

“O custo de oportunidade para uma classe de investidores é igual ao retorno que esses investidores esperam receber em outros investimentos de risco equivalente. O custo (do capital) para a empresa é igual aos custos dos investidores menos quaisquer benefícios fiscais recebidos pela empresa decorrentes dos pagamentos feito às fontes de capital.” (Copeland, 2000)

O custo do capital da empresa está diretamente associado ao risco que ela apresenta, isto é, chances dos fluxos de caixa esperados não se concretizarem. Na prática, essa possibilidade está associada à probabilidade de a empresa de não ser capaz de honrar seus compromissos operacionais e financeiros:

Risco Operacional: probabilidade de a empresa não ser capaz de cobrir seus custos operacionais. O Risco Operacional aumenta à medida que crescem os custos fixos do negócio: a empresa depende de um resultado maior para cobrir seus custos fixos operacionais.

Risco Financeiro: probabilidade de a empresa não conseguir cumprir seus compromissos financeiros como pagamento de juros, empréstimo e dividendos. O Risco Financeiro é proporcional à parte do resultado operacional comprometida com o pagamento de encargos financeiros.

Relativamente ao risco da empresa, cada um de seus investidores possui um custo de oportunidade. O custo do capital da empresa resulta da combinação proporcional do custo de oportunidade de cada um de seus investidores e é chamado de Custo Médio Ponderado do Capital ou WACC (do inglês Weighted Average Cost of Capital):

$$WACC = k_b(1 - T_c)\frac{B}{V} + k_p\frac{P}{V} + k_s\frac{S}{V} \quad (\text{Fórmula 1})$$

k_b = retorno esperado antes dos impostos sobre a dívida

T_c = alíquota marginal de impostos da empresa avaliada

B = valor de mercado da dívida financeira

P = valor de mercado das ações preferenciadas

S = valor de mercado das ações

V = valor de mercado da empresa avaliada ($B + P + S$)

k_p = custo de capital depois dos impostos relativos às ações preferenciadas

k_s = custo de oportunidade das ações

b. Ponderação da Estrutura do Capital

Na determinação da ponderação da estrutura do capital, podem ser adotadas duas estratégias: utilizar a estrutura atual de capital ou estimar a estrutura de capital ótima⁹. Nos dois casos é importante a utilização de valores adequados: no caso de ações e títulos negociados em bolsa, utiliza-se o valor de mercado; para financiamentos pode-se utilizar o valor presente da dívida.

c. Custo de Oportunidade dos Acionistas – CAPM

Para estimar o custo do capital dos acionistas utilizaremos o CAPM. O Modelo de Formação de Preços de Ativos ou CAPM (do inglês Capital Asset Pricing Model) é uma teoria que associa o retorno de um investimento ao risco que ele apresenta. De acordo com o modelo, o custo de oportunidade do capital é igual ao retorno dos títulos livres de risco mais o risco sistemático da empresa (β -beta), multiplicado pelo prêmio de risco de mercado:

$$k_s = r_f + [E(r_m) - r_f]\beta \quad (\text{Fórmula 2})$$

onde :

r_f = taxa de retorno livre de risco

$E(r_m)$ = taxa de retorno esperada sobre o portfólio geral de mercado

$E(r_m) - r_f$ = prêmio de risco de mercado

β = Risco sistemático da ação

⁹ No segundo anexo é discutido conceito de estrutura de capital ótima.

CAPM

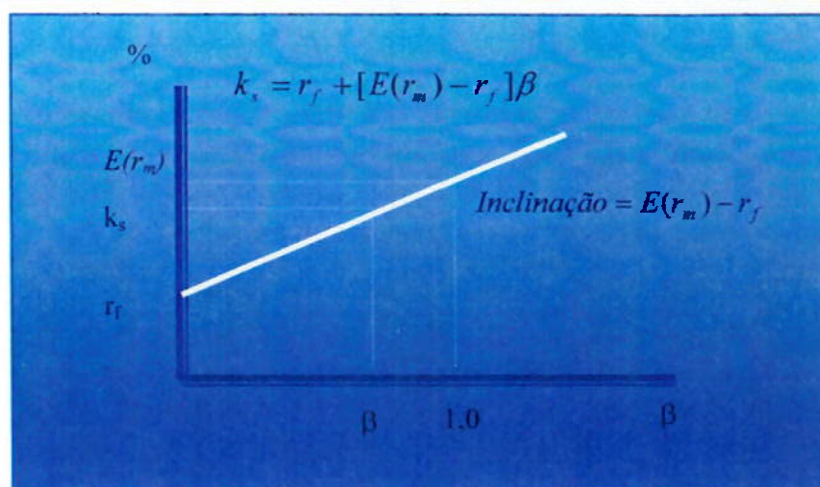


Figura 11: CAPM

Fonte: Adaptado de Gitman 1997

Para aplicar o CAPM três variáveis precisam ser estimadas: a taxa livre de risco, o prêmio de risco de mercado e o coeficiente de risco β .

Determinação da Taxa Livre de Risco

Como não podemos garantir a existência de algum investimento completamente livre de risco, assumimos que a taxa livre de risco está associada ao investimento mais seguro, isto é, com menor risco de inadimplência e menor correlação com os retornos de outros fatores econômicos. O mercado estima que os títulos do governo norte-americano sejam o investimento mais seguro e, portanto, associa a taxa livre de risco às taxas de juros pagas por esses investimentos. Entre as notas oferecidas pelo Tesouro americano, a mais apropriada como referencial de risco zero seria a de 10 anos. A taxa de dez anos tem duração próxima não só à duração dos fluxos de caixa da empresa, como também à do portfólio dos índices de mercado, sendo consistente com os betas e prêmios de risco estimados no modelo. Além disso, essa taxa é menos susceptível a mudanças nos índices de inflação do que os títulos mais longos.

Coefficiente de Risco – β

O coeficiente β é uma medida do risco não diversificável da empresa. Ele representa a intensidade com que o retorno de um ativo responde às mudanças no retorno do mercado. Se o retorno do mercado apresentar um aumento de 5%, uma empresa com $\beta=2$ apresentará um aumento de 10%. Já uma empresa de $\beta=-0,5$, terá uma redução de 2,5% no seu retorno.

O β de uma empresa pode ser calculado a partir dos seus retornos históricos em relação aos retornos do mercado:

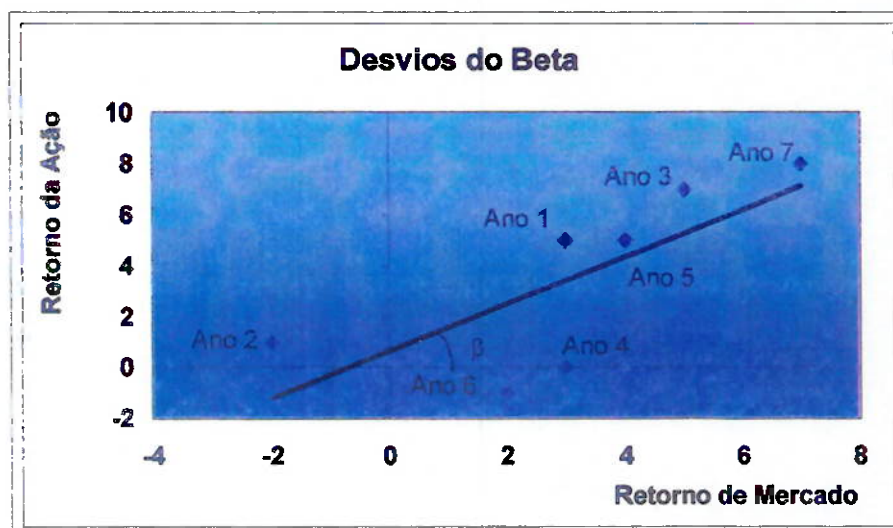


Figura 12: Desvios do Beta
Fonte: Adaptado de Gitman, 1997

O eixo horizontal do gráfico mede os retornos de mercado e o eixo vertical, os retornos da ação da empresa. Depois de plotar os dados históricos que representam a relação entre o retorno da empresa e o retorno do mercado, β pode ser calculado como a tangente da reta média, que melhor se ajusta a esses pontos.

O valor do coeficiente β pode ainda ser obtido em tabelas divulgadas pelas agências de classificação de risco.

Prêmio de Risco de Mercado

O prêmio de risco de mercado é a diferença entre a taxa de retorno do mercado e a taxa livre de risco. O prêmio do risco do mercado pode ser calculado a partir de dados históricos, da mesma forma que o β :

A partir dos valores do prêmio de risco de mercado da empresa nos últimos cinco anos da, é possível determinar o prêmio médio:

<i>Ano</i>	<i>Taxa de Retorno Livre de Risco</i>	<i>Prêmio do Risco do Mercado</i>
1	2,5	5,0
2	3,0	7,0
3	1,5	5,5
4	2,0	4,0
5	3,5	6,0
<i>Média</i>		<i>5,5%</i>

Tabela 3: Taxa de Retorno x Prêmio de Risco
Adaptado de Copeland, 2000

Risco de Prêmio do País

No caso de investidores estrangeiros, mais um componente deve ser adicionado à equação do CAPM, Risco de Prêmio País. O risco país está relacionado ao retorno adicional que um investidor requer para investir em mercados estrangeiros mais turbulentos do que seu país de origem. O prêmio do risco país é medido pelo diferencial entre o título do tesouro norte americano, disto de risco zeros, e os instrumentos locais de dívida.

d. Custo de Oportunidade dos Credores

Para determinar o custo do capital dos credores da empresa, precisamos definir as dívidas que ela possui. São consideradas apenas as dívidas existentes na data da avaliação, porque podemos pressupor que os empréstimos futuros terão um valor presente líquido nulo, já que sua entrada de caixa é igual ao valor presente dos pagamentos futuros. Trataremos separadamente os principais tipos de financiamento não relacionados aos acionistas:

Dívida

As dívidas são financiamentos, de curto ou longo prazo, em que a empresa deve fazer uma série de pagamentos previamente estipulados aos detentores do título. O valor da dívida depende basicamente de três fatores: o cronograma de pagamentos, a probabilidade de o devedor efetuar os pagamentos e a taxa de juros de mercado para títulos semelhantes. Além dos financiamentos comuns, são classificadas como dívidas as operações de leasing e algumas ações preferenciais.

Dívida Comum Investment Grade

O custo de oportunidade relativo às dívidas comuns de baixo risco pode ser facilmente estimado com a aplicação do fluxo de caixa descontado. Uma vez que o risco é baixo, a taxa de retorno pode ser utilizada como estimativa do custo de oportunidade do capital. A taxa contratual, no caso, é preterida em razão de sua desatualização, especialmente em mercados volúveis como o Brasil.

Dívida Abaixo do Investment Grade

Quando tratamos de dívidas de alto risco é importante, na determinação do custo do capital, diferenciar as taxas implícitas de retorno prometida, estipulada no contrato, e esperada, em função das taxas de inadimplência segundo as agências de classificação de risco. Nesse caso, o custo de oportunidade do credor poderia ser estimado a partir da taxa de retorno esperada da dívida.

Dívida Subsidiada

São títulos de dívida com taxa de juros inferior às taxas de mercado. Os financiamentos do BNDES são um bom exemplo desse tipo de dívida. O custo de capital dessa dívida é determinado pela sua taxa de retorno atual.

Dívida em Moeda Estrangeira

No caso das dívidas em moeda estrangeira, a taxa de desconto nominal não é uma boa estimativa do seu custo de capital em razão da flutuação da taxa de câmbio inerente ao financiamento. Em geral o custo dos empréstimos no mercado doméstico e estrangeiro são bastante próximos devido à paridade das taxas de juros. O custo efetivo do capital é dado pelo custo depois dos impostos do pagamento do principal e dos juros em termos da moeda do país:

$$1 + k_b = \frac{X_0}{X_f} (1 + r_0) \quad (\text{Fórmula 3})$$

onde :

k_b = custo doméstico antes do imposto da dívida de N anos

X_0 = taxa de câmbio à vista (moeda estrangeira por moeda do país)

X_f = taxa de câmbio a termo em N anos

r_0 = taxa de juros no exterior de um título em N anos

Ações Preferenciais Comuns

Vamos considerar dois tipos de ações preferenciais: as perpétuas, não-resgatáveis e não conversíveis e as resgatáveis ou com prazo determinado. O custo de capital das ações não-resgatáveis e não-conversíveis é a razão de seus dividendos pelo preço de mercado:

$$k_p = \frac{\text{dividendos}}{P} \quad (\text{Fórmula 4})$$

onde :

k_p = custo das ações preferenciais

P = preço de mercado das ações preferenciais

Para determinar o custo de capital das ações resgatáveis instrumentos de dívida comparáveis são usados como base.

5.3.4 Valor da Perpetuidade

O valor da perpetuidade expressa os fluxos de caixa da empresa após o período de projeção explícita. A sua determinação é muito importante uma vez que ele corresponde a uma parcela significativa do valor da empresa. As fórmulas disponíveis para sua determinação eliminam a necessidade de se descrever detalhadamente os fluxos de caixa da empresa por um período muito longo e proporcionam um resultado bastante consistente.

Método da Perpetuidade dos Fluxos de Caixa Livres Crescentes

De acordo com a fórmula da perpetuidade dos FCL crescentes, os fluxos de caixa livres da empresa devem crescer a uma taxa constante n o período da perpetuidade:

$$\text{Valor da Perpetuidade} = \frac{FCL_{T+1}}{WACC - g} \quad (\text{Fórmula 5})$$

onde :

FCL_{T+1} = nível FCL estimado para o primeiro ano após a projeção

g = taxa de crescimento esperada para os FCL da perpetuidade

Fórmula dos Direcionadores de Valor

A fórmula dos direcionadores de valor expressa o valor da perpetuidade a partir dos direcionadores de valor da empresa – ROAJ (Resultado Operacional Antes dos Juros) e a taxa de crescimento:

$$\text{Valor da Perpetuidade} = \frac{ROAJ_{1+i} \left(1 - \frac{g}{RCI} \right)}{WACC - g} \quad (\text{Fórmula 6})$$

onde :

g = taxa de crescimento

RCI = resultado esperado sobre capital investido

CAPÍTULO 5

DETERMINAÇÃO DO PREÇO

6.1 Due Diligence

A determinação do valor final a ser pago na aquisição da empresa alvo depende de uma análise minuciosa de todos os aspectos da empresa em estudo. Nesse diagnóstico devem ser levantados especialmente fatores financeiros, produtivos e tecnológicos, tributários, ambientais, previdenciários e trabalhistas, com ênfase aos assuntos referentes à previdência privada. As principais idéias que devem ser estudadas são detalhadas abaixo de acordo com o tema a que se referem:

Indústria

Informações genéricas sobre a indústria em que a empresa atua. Entre as principais questões que devem ser levantadas, podemos destacar:

- Estratégias competitivas da empresa e dos concorrentes;
- Taxas de crescimento da indústria e da empresa em função de vendas e lucro;
- Regulamentações;
- Patentes e direitos;
- Contratos de compra e venda de tecnologia;
- Fatores críticos de sucesso e barreiras de entrada e saída do negócio;
- Histórico de fusões e aquisições.

Fiscal

Além da função de verificação e conferência, a due diligence fiscal é importante no planejamento tributário da empresa adquirente. Três questões envolvem a análise fiscal:

- Todos os impostos até o momento foram pagos adequadamente?
- Existe uma reserva de recursos para cobrir os impostos futuros?
- Em relação às ações fiscais, qual probabilidade de ganho das causas?

Informações Contábeis e Financeiras

A análise da situação financeira da empresa é fundamental na avaliação do negócio que está sendo adquirido. Os principais fatores que devem ser avaliados:

- Análise do balanço patrimonial, dos demonstrativos de resultados e das projeções financeiras;
- Estudo das relações financeiras – resultado sobre ativos, resultados sobre patrimônio líquido, margens de lucro, entre outras;
- Análise fiscal e de políticas contábeis;
- Verificação de contas bancárias e apólices de seguros;
- Listagem de pedidos;
- Análise e descrição de despesas administrativas, financeiras, de comercialização, de distribuição;
- Análise dos custos produtivos – proporção de custos fixos e variáveis;
- Análise dos passivos trabalhistas – FGTS, PIS, INSS;
- Análise dos contratos com fornecedores.

Assuntos Legais

Além dos deveres e atribuições do controlador da empresa, entre os aspectos legais, deve ser levantada a viabilidade legal de se concretizar a operação:

- Verificação da existência de processos judiciais – encargos trabalhistas, impostos, responsabilidades civis;
- Verificação de registros, escrituras e possíveis pendências em cartórios;
- Obtenção de cadastros de cartórios civil e criminal. Análise contratos de participação nos lucros;
- Verificação da idoneidade e competência de advogados, consultores e auditores que prestam serviço para a empresa.

Estrutura Organizacional

Análise da estrutura de cargos e atribuições na empresa. Entre os fatores mais importantes, devem ser destacados:

- Verificação do organograma da empresa;
- Verificação do programa de avaliação de executivos e funcionários;
- Verificação da existência de um departamento de auditoria interna;
- Análise do fluxo interno de comunicação;
- Identificação de conflitos e discordâncias entre funcionários.

Análise de Produtos e do Mercado

Estudo do posicionamento da empresa frente seus clientes, fornecedores e competidores e análise do posicionamento de seus produtos no mercado. Entre os fatores mais importantes a serem destacados:

- Descrição detalhada das linhas de produtos e estudo dos resultados históricos de cada uma delas;
- Análise de similaridade das linhas da empresa alvo com as linhas da aquisitora;
- Estudo das linhas de produtos sob a ótica da curva de maturidade;
- Curva histórica de vendas, vendas no momento atual e planejamento futuro;
- Lista de clientes com os eventuais problemas dos principais;
- Análise do sistema de distribuição;
- Estudo dos concorrentes da empresa nos diversos segmentos de mercado;
- Análise do comportamento dos preços no passado e projeção para futuro;
- Avaliação da estrutura de vendas e marketing;
- Análise dos planos de carreira e salário da equipe de vendas.

Área Operacional

Verificação das condições de operação e dos controles de processo da companhia. Os principais fatores que devem ser destacados:

- Análise do sistema de custeio.
- Análise do estado de conservação de prédios, instalações e equipamentos;
- Verificação de melhorias implementadas no sistema produtivo;
- Avaliação do uso racional do espaço produtivo e dos equipamentos de produção;
- Verificação do sistema de planejamento e controle da produção;
- Análise da política de cargos e salários do pessoal da área produtiva;
- Estudo do histórico da fábrica – produtividade, funcionamento, inovações de processo;
- Análise da região onde se localiza a empresa: disponibilidade de mão-de-obra, facilidade de acesso, distância dos centros de distribuição.

Estrutura de Engenharia e Desenvolvimento de Produtos

Verificação das características da empresa quanto ao desenvolvimento de produtos:

- Análise das instalações, laboratórios e pessoal de desenvolvimento (técnicos, engenheiros, desenhistas);
- Tipo de relacionamento entre o departamento de desenvolvimento e o restante da empresa;
- Verificação das atividades e procedimentos operacionais do departamento;
- Verificação do histórico – sucessos e fracassos – do departamento;
- Verificação dos produtos em desenvolvimento e projetos futuros.

Benefícios e Obrigações Assumidos

- Marcas, patentes e royalties a receber e a pagar;
- Contratos com executivos;
- Contratos com clientes, fornecedores e prestadores de serviços;
- Contratos de aluguel, leasing e financiamento.

Recursos Humanos

Na análise de recursos humanos devem ser estudados os planos de contratação, treinamento e carreira dos funcionários. Atenção especial deve ser dada ao plano de previdência da empresa. Os principais fatores a serem avaliados:

- Análise do Plano de Previdência;
- Análise da Folha de Pagamentos – custos e despesas relacionados;
- Verificação dos Passivos Trabalhistas;
- Verificação de programas de treinamento;
- Análise dos critérios de seleção e admissão;
- Análise do quadro de funcionários: capacitação, histórico, qualidades reconhecidas;
- Verificação do plano de carreiras;
- Análise de políticas de incentivo ao estudo e especialização de funcionários;
- Verificação do relacionamento da empresa com os sindicatos.
- Verificação das taxas de “turnover”.

Cada setor da indústria e cada empresa tem suas particularidades e, em cada caso, questões específicas devem ser levantadas. Quanto mais detalhada for a busca e minuciosa a análise, menores serão as surpresas durante a incorporação. O estudo detalhado permite ainda que sejam identificadas oportunidades “ocultas”, além da diminuição das turbulências da efetivação da operação.

6.2 Leilão

A alienação de ações através de leilão ficou muito comum no Brasil com os processos de privatização. A metodologia é também utilizada por acionistas de empresas privadas, mas todo o processo de desestatização ocorrido a partir da década de 90 foi realizado através de leilões. Cada leilão apresenta suas particularidades mas a metodologia e os procedimentos são, em geral, bastante semelhantes.

Fase Pré Leilão

O início do processo se dá com a divulgação do Edital do Leilão, onde são apresentados as normas que condicionam o leilão e o cronograma com os principais eventos do processo. No edital são divulgados as possíveis formas de pagamento pelas ações em oferta (à vista, condições de parcelamento, moeda ou títulos aceitos) e as garantias financeiras (ativos ou ações da empresa) para participação no processo, além dos critérios qualificadores e restritivos de restrição dos potenciais compradores.

A disponibilização das informações referentes à empresa é feita no *data room*. No local, com a presença constante de um auditor externo são apresentados relatórios de avaliação jurídica, operacional, técnica, de recursos humanos, econômico-financeiras, contábeis e de sistemas de informação, entre outras. Além disso, são programadas visitas à empresa e reuniões técnicas para apresentação de novas informações.

Em determinada data, apresentada no cronograma, as empresas interessadas devem apresentar os documentos e garantias necessários, conforme descrito no Edital, para participarem do leilão. Trata-se da pré-qualificação e da pré-identificação. Nessa etapa, os proprietários da empresa em oferta analisam a documentação verificando situação jurídica e a capacidade de pagar pela aquisição dos interessados e os órgãos reguladores (SDE, SEAE, CADE e o órgão regulador do setor) analisam a viabilidade legal da operação.

Leilão

O leilão costuma ser dividido em duas partes. Na primeira etapa, as empresas entregam envelopes lacrados com seus lances. De acordo com os valores apresentados, isto é, se diferença entre os dois maiores lances for suficientemente grande o leilão é encerrado. Caso contrário, é iniciada a segunda fase. No caso do leilão de concessão da FEPASA, por exemplo, determinado o maior lance se houvesse outras ofertas com valor equivalente a pelo menos 95% desse lance ocorreria a segunda fase, caso contrário seria declarada vencedora a companhia responsável pelo lance.

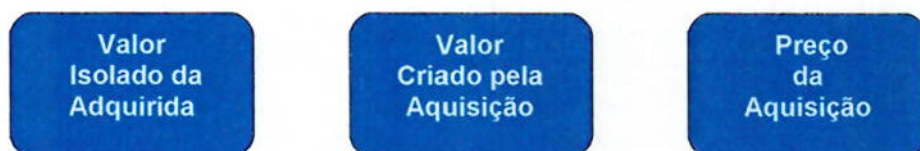
A segunda etapa é realizada a viva voz, apenas com as empresas qualificadas na fase anterior. Caso o leilão seja realizado em Bolsa de Valores, apenas representantes de corretoras habilitadas a operar em Bolsa podem fazer os lances.

Fase Pós Leilão

O leilão é encerrado com o anúncio do vencedor que tem obrigação de concretizar a proposta. Para tal são assinados o Contrato de Compra e Venda de Ações e o Termo de Transferência de Ações. Em um prazo de 15 dias do fechamento do contrato, a empresa aquisitora deve encaminhar ao SEAE e ao órgão regulador do setor toda documentação necessária para aprovação legal da transação.

6.3 Análise do Valor do Negócio para a Aquisidora

Para estimar o valor de uma aquisição para os acionistas da empresa adquirente, três fatores devem ser avaliados:



Da combinação desses três fatores defini-se a faixa de valor aceitável para a empresa alvo.

$$\text{Valor Criado pela Aquisição} = \text{Valor da Empresa Combinada} - \left(\text{Valor Isolado da Adquirida} + \text{Valor Isolado da Aquisidora} \right)$$

O valor criado pela aquisição é a diferença entre o valor da empresa combinada e a soma dos valores das empresas operando separadamente. Essa diferença é dada pelos benefícios decorrentes das sinergias operacionais, financeiras e tributárias, que terão ou o papel de aumentar o retorno de fluxo de caixa ou diminuir o risco da série desses fluxos de caixa.

O valor isolado da empresa alvo é equivalente ao preço mínimo aceitável: o valor pago pela empresa deve ser pelo menos igual ao valor presente gerado pelos seus fluxos de caixa, que seria o valor que seus proprietários teriam se optassem por manter a operação do negócio. Em geral, é necessário um prêmio substancial sobre o preço isolado para se efetivar a aquisição. Quanto mais alto o prêmio mais difícil para a adquirente obter uma taxa de retorno que cubra esse prêmio. À medida que a atratividade do negócio aumenta e aumenta a competição pela sua aquisição, o preço básico da empresa cresce. Chamamos de preço básico da empresa o preço mínimo limite de sua venda, isto é, o menor valor que poderia ser pago sem que houvesse ganho ou perda para seus proprietários em relação a outro negócio.

$$\text{Preço Máximo Aceitável para Aquisição} = \text{Valor Isolado da Adquirida} + \text{Valor Criado pela Aquisição}$$

De maneira análoga, o preço máximo aceitável pela empresa é dado pelo seu valor isolado mais o valor das sinergias geradas pela operação em conjunto, isto é, o valor da empresa combinada após a aquisição menos o valor da adquirente antes do processo. Todo o valor criado com a operação seria repassado para os acionistas da adquirida e a operação se realizaria sobre o ponto de equilíbrio econômico, isto é, o investimento teria uma taxa de retorno igual ao custo do capital ajustado à taxa de risco.

$$\boxed{\begin{array}{c} \text{Valor Criado} \\ \text{para a} \\ \text{Adquirente} \end{array}} = \boxed{\begin{array}{c} \text{Preço Máximo} \\ \text{Aceitável para} \\ \text{Aquisição} \end{array}} - \boxed{\begin{array}{c} \text{Preço} \\ \text{Pago pela} \\ \text{Adquirida} \end{array}}$$

Com base no que foi discutido, fica claro que o valor gerado para a aquisitora na operação é a diferença entre o preço máximo aceitável e o preço efetivamente pago pela empresa alvo.

6.4 Cenários

No item anterior, definimos o preço máximo aceitável que poderia ser pago por uma empresa. Em alguns casos, entretanto, a empresa aquisitora está disposta a pagar quantias bem maiores pela empresa alvo. Em outros, essas quantias podem ser inferiores ao valor mínimo aceitável para a venda. Tudo depende do cenário, ou seja, das circunstâncias em que se dá a oferta.

Primeiro é preciso levantar as alternativas disponíveis para a companhia aquisitora:

- Disponibilidade de outras empresas no mercado, igualmente atraentes a um preço menor.
- Realização de algum tipo de sociedade com outras companhias: alianças estratégicas, parceiras tecnológicas, acordos de distribuição, fusões, joint ventures.
- Desenvolvimento interno do negócio.

No caso de uma dessas alternativas proporcionar vantagens semelhantes ou equivalentes para a aquisitora a um valor menor, o ponto de econômico de equilíbrio é reduzido e, conseqüentemente, o preço máximo aceitável é diminuí.

Em alguns momentos a aquisição é um investimento necessário, parte de uma estratégia global, de longo prazo, necessária para se alcançar uma vantagem competitiva em determinado setor. Nessas situações a aquisição pode não atingir as taxas de corte convencionais de fluxo de caixa, mas são o único caminho para a empresa alcançar seus objetivos de longo prazo.

Nesse sentido, dois aspectos devem ser analisados:

1. Em um segmento extremamente competitivo, onde o mercado está saturado e existe uma fidelidade dos clientes em relação à marca, as alternativas de investimento ficam reduzidas. O crescimento e o desenvolvimento estratégico planejados dependem da incorporação das empresas que já operam no setor.
2. Outras empresas concorrentes, ou entrantes no mercado, podem estar interessados apresentarem ofertas pela empresa alvo, especialmente se a

aquisição se tratar de um leilão. É importante levantar e analisar cada um dos possíveis desfechos do caso, antes de definir o preço máximo aceitável:

- a. Caso a aquisição se concretize quais serão as sinergias obtidas, que tipo de poder de mercado será alcançado e de que maneira isso melhorará a posição da empresa frente aos concorrentes.
- b. No caso de cada um dos principais concorrentes realizar a incorporação, como o mercado seria afetado. O concorrente poderá utilizar políticas predatórias como oferecer os produtos a preços muito mais baixos ou exercer algum tipo de concorrência desleal? De que maneira isso diminuiria ou prejudicaria os resultados da empresa?
- c. De que maneira a entrada de um novo concorrente afetaria o mercado e modificaria a situação atual.

6.5 Condições de Pagamento

Um fator de fundamental importância na definição do valor a ser pago na aquisição é a maneira como será efetuado o pagamento. Algumas opções seriam:

- Pagamento integral do montante à vista
- Pagamento em dinheiro, dividido em várias parcelas. É importante ressaltar que quando o pagamento é feito em um longo período de tempo, o vendedor tem uma redução no pagamento de impostos, enquanto o comprador tem uma redução no custo de capital.
- Financiamento pelo vendedor ocorre quando o valor da compra é pago com instrumentos de dívida ou de capital. O financiamento é uma opção de arrendamentos. Ele apresenta algumas características únicas, mas é basicamente um empréstimo a prazo fixo com garantias.
- No Contingent Pay, o preço fixado é um valor determinado pago na transação mais uma porcentagem dos lucros futuros ou um valor pré-definido caso a empresa consiga alcançar uma certa lucratividade. Por um lado os proprietários da adquirida justificam o valor alegado por eles para a empresa, e os compradores podem justificar o prêmio oferecido e se proteger contra eventuais surpresas depois da aquisição.

6.6 Origem dos Recursos para Pagamento da Operação

Tendo definido de que maneira será efetuado o pagamento, é preciso definir o valor que a empresa aquisitora necessita para concretizar a operação. O valor total da operação não se restringe à quantia paga pela empresa alvo. Ele engloba também provisões de dívidas e impostos, acordos trabalhistas e outras obrigações da empresa alvo anteriores ao processo de aquisição. Estão envolvidos ainda nesse valor despesas relativas ao processo propriamente dito, como pagamento de auditores, contadores e consultores, além dos gastos com due diligence e outras especificidades do processo.

A origem do capital investido em um processo de aquisição é reconhecida pelos especialistas em Fusões e Aquisições como de fundamental importância para o sucesso da operação. Para Slusser e Riggs (apud Rock, 1987), “A forma de pagamento utilizada na efetuação de uma fusão ou aquisição é um elemento crítico da transação. Ela pode determinar tanto a viabilidade de se completar a aquisição como o sucesso do negócio depois que a transação for completada.” Para Key (1992) “Depois da cuidadosa avaliação da adequação estratégica da aquisição proposta, a decisão mais importante a respeito dessa transação pode ser o método de financiamento.”

A primeira questão quanto ao pagamento da operação é o grau de alavancagem¹⁰ envolvido. O grau de alavancagem adequado é proporcional à confiabilidade dos fluxos de caixa previstos para a empresa depois de concretizada a operação. Portanto, para sua determinação são consideradas características:

¹⁰ Alavancagem é o uso de dinheiro de terceiros para suplementar o capital dos acionistas no financiamento de um negócio. Medido pela relação entre o passivo total e o patrimônio líquido.

Da indústria:

- Indústrias cíclicas e indústrias de rápida obsolescência tecnológica estão mais sujeitas a mudanças externas e portanto, apresentam um risco maior, suportando um grau de alavancagem relativamente menor;
- Empresas que produzem produtos finais, geralmente mais especializados, são capazes de suportar dívidas maiores que fabricantes de produtos não exclusivos.

Da empresa:

- Empresas com maior participação e poder no mercado podem controlar margens e pressionar concorrentes, podendo assumir uma alavancagem maior;
- A estrutura de endividamento da empresa também influencia no grau de alavancagem. Uma estrutura equilibrada, composta por obrigações de taxas flutuantes e fixas, por exemplo, pode suportar um grau de alavancagem maior;
- Quanto mais estáveis e previsíveis os fluxos de caixa da empresa, maior sua capacidade de assumir a alavancagem;
- A reputação da empresa, especialmente quanto ao seu histórico em relação às dívidas também pode elevar o grau de alavancagem ideal.

Da transação:

- Se a transação apresentar uma fonte alternativa ao fluxo de caixa da empresa resultante, uma subsidiária com outro negócio, por exemplo, para o pagamento da dívida, uma alavancagem mais alta será justificada.

Quanto maior o grau de alavancagem, maior o risco para a empresa, o desafio para seu gerenciamento e, conseqüentemente, a dificuldade de obtenção de financiamento e maior o custo desse capital.

Para o pagamento da transação, uma empresa tem basicamente três alternativas: efetuar o pagamento com capital próprio, oferecer ações da empresa ou obter um financiamento. Uma combinação dessas alternativas também é possível. Cada uma dessas opções apresenta vantagens e problemas em custo, flexibilidade e risco:

- O aumento do capital dos acionistas significa um grau de alavancagem menor, assim como o risco de liquidez, além de termos de financiamento menos rigorosos. Por outro lado, a maior diluição das ações representa uma queda no ganho dos acionistas.
- A maior proporção de capital próprio permite ainda a empresa uma capacidade adicional de tomada de empréstimos para necessidades imprevistas.
- A mistura de dívidas de prazo fixo e rotativa diminui os riscos relativos à liquidez, mas, por outro lado, diminui a flexibilidade de pagamento.
- Enquanto as taxas de juros fixas representam uma proteção a ambientes de taxas muito elevadas, as taxas flutuantes são vantajosas em ambientes de taxas reduzidas.

A escolha da forma de pagamento dependerá do perfil da empresa e da sua gerência, principalmente de sua tolerância ao risco e à perda de controle.

1. Capital Próprio

Em razão do elevado custo dos financiamentos no Brasil, as grandes aquisições, especialmente do sistema financeiro são feitas com capital da própria empresa. A quantia pode ser originada do lucro acumulado da empresa, de um aporte de capital dos acionistas ou da subscrição de ações. Apesar de proporcionar um retorno menor para o acionista, a utilização de capital próprio apresenta um risco menor já que está associada a um grau de alavancagem menor.

2. Compra com Ações

Tendo definido o valor a ser pago pela empresa alvo, uma opção de pagamento seria oferecer para seus proprietários o número de ações da empresa adquirente relativo a esse valor. Na prática, ocorreria uma troca de todas as ações da empresa alvo pelo número relativo de ações da empresa aquisitora. A vantagem dessa transação é que a troca de ações não é tributada, e os acionistas da empresa alvo acabarão pagando impostos relativos à transação apenas quando se desfizerem dessas ações. Além disso, o tratamento contábil da operação é bastante simples.

A grande desvantagem da aquisição pela troca de ações é a perda de valor para o acionista pela subscrição de novas ações. Com o número maior ações, os resultados obtidos também acabam sendo pulverizados entre um número maior de acionistas.

3. Fontes de Financiamento

Devido às altas taxas de juros praticadas no Brasil e ao risco inerente às operações de aquisição, o custo de capital no país inviabilizaria o processo. O BNDES, principal financiador de empresas no país não disponibiliza mais capital para operações de Fusões e Aquisições, como fez no início do processo de privatizações. O que o BNDES acaba oferecendo são empréstimos após a aquisição para financiar as operações correntes da empresa. Outra fonte de financiamento no Brasil seriam os fundos de Private Equity, mas o valor das taxas de juros apresentadas é muito elevado. A alternativa restante para empresas que desejam investir em uma aquisição é a obtenção de capital no exterior.

Tipos de Financiamento

Uma breve descrição dos principais tipos de financiamento:

1. Sem prazo

Os empréstimos bancários são pagáveis contra a apresentação pelo banco. Em uma situação de forte incerteza como o processo de Aquisição, um empréstimo sem prazo representaria um risco ainda maior.

2. Notas de Curto Prazo

Apresentam duração de 90 dias e renovação de até um ano.

3. Empréstimos a Longo Prazo

- *Crédito rotativo*: parte ou o total da quantia comprometida pode ser tomada, paga e retomada um número várias vezes durante o prazo do compromisso.
- *Empréstimo a longo prazo convencional*: a quantia é tomada e paga de acordo com um esquema de amortizações prefixado de comum acordo.

Em geral, as aquisições são financiadas por uma combinação desses dois tipos, sendo o tradicional aplicado na aquisição propriamente dita e o crédito rotativo, nas necessidades correntes e sazonais da empresa. Os empréstimos a longo prazo são, em geral, garantidos por ativos específicos e/ou ações da empresa e suas subsidiárias. Os empréstimos bancários de longo prazo, normalmente, têm prazo entre cinco e sete anos e os bancos exigem as projeções da empresa pelo período de duração do financiamento.

Em relação às taxas de juros, não é possível generalizar quanto um banco cobraria pelo empréstimo, uma vez que diversos fatores estão envolvidos. Em geral, pode-se admitir:

- Todo empréstimo a longo prazo apresenta uma taxa de juros pelo menos 0,5% maior que um empréstimo de curto prazo. No caso de um financiamento para aquisição altamente alavancada, a taxa deve ser 1,5% maior.
- Na prática, se uma empresa em condições normais paga uma taxa de juros 0,75% menor que taxa preferencial (prime rate), no processo de aquisição essa taxa será 1,5% superior ao prime rate.

Em geral, nos empréstimos de longo prazo feitos por financiadoras, é determinado um período em que o empréstimo não pode ser liquidado antecipadamente. Depois do período de não-liquidação, a opção deve prever o pagamento antecipado total ou parcial, a valor de base, acrescido dos juros acumulados e de um ágio prefixado, determinado de acordo com os níveis esperados das taxas de juros no período de não-liquidação.

O prestador a longo prazo pode sugerir o refinanciamento de uma parte das obrigações a curto prazo com taxas flutuantes com empréstimos a longo prazo e taxas fixas acima do montante necessário para financiar a aquisição.

4. Empréstimo Baseado em Ativos

No financiamento baseado em ativos, o fluxo de caixa da empresa continua sendo a principal garantia do financiamento, mas seus ativos são apresentados como última fonte de ressarcimento. O leasing e a hipoteca são variações do empréstimo baseado em ativos.

Uma vez que o financiamento está garantido não só pelo fluxo de caixa da empresa, mas pelo valor de liquidação de seus ativos, o prestador apresenta-se numa situação mais confortável, proporcionando termos mais flexíveis, e permitindo uma alavancagem maior. Nesse caso, o financiador é muito mais tolerante às oscilações do negócio, já que não depende exclusivamente ao fluxo de caixa da empresa.

Em geral, esse tipo de empréstimo é composto por duas partes: um empréstimo rotativo, amarrado aos ativos circulantes, e um empréstimo de longo prazo, garantido pelos ativos fixos. O empréstimo de longo prazo apresenta prazos de amortização entre 7 e 10 anos. Quanto maior a proporção do empréstimo de longo prazo, maior a importância dada ao fluxo de caixa da empresa.

O preço desses empréstimos inclui os chamados honorários de fechamento, variando entre 0,7 e 1,5% mais uma taxa de juros com valor entre 1 e 3% acima da prime rate.

Financiadores

Bancos

Os empréstimos bancários em geral são mais utilizados para o financiamento de operações correntes da empresa como os do BNDES. Em razão do alto risco das operações de aquisição, existe uma certa aversão dos bancos a esse tipo de financiamento.

Os empréstimos bancários tradicionais, exceto aqueles de fomento como do BNDES, têm taxas de juros um pouco mais elevadas e tendem a ser os mais fáceis de reformar

ou de pagar antecipadamente. Por outro lado, os empréstimos bancários em geral têm prazos de vencimento menores que os empréstimos de companhias de seguros, e suas taxas de juros são variáveis. A distinção entre um empréstimo bancário e um empréstimo baseado em ativos não está na garantia, mas na maior frequência de monitoração e verificação das garantias em um empréstimo baseado em ativos ou de uma financeira.

Companhias de Seguros

As Companhias de Seguro são uma boa alternativa aos bancos comerciais, principalmente no exterior, como fonte de financiamento para aquisições. As seguradoras dispõem de grande volume de capital com vencimento de longo prazo – 20 a 30 anos, e a possibilidade de adequar seu oferecimento de empréstimos às obrigações já programadas é bastante atraente.

Como nos outros casos, em geral, o financiamento é uma combinação de um empréstimo de longo prazo, que depende da estrutura do balanço da empresa, de sua capacidade de arcar com o serviço da dívida e de uma análise do grau de alavancagem, com um empréstimo corrente, relacionado especialmente, à possibilidade de deduzir os juros nos impostos a pagar e às avaliações do capital da empresa.

Fundos de Private Equity

Private Equity são fundos de investimentos de longo prazo fechados que adquirem participação em empresas que ou não são negociadas em bolsa ou apresentam pouca liquidez no mercado. Em geral esses fundos já têm experiência em operações de fusão e aquisição e podem agregar conhecimento ao processo. O capital obtido a partir desses fundos não é uma espécie de financiamento sujeito a uma taxa de juros ou pago em parcelas. Na realidade, o fundo se torna sócio da empresa e visa seu lucro como os outros proprietários. Da mesma forma que os outros donos da empresa o fundo pode vir a lucrar ou perder com a operação.

6.7 Estratégia no Leilão

Determinar a estratégia que será adotada em um leilão talvez seja a tarefa mais complicada de todo processo de aquisição. Calcular o valor agregado aos acionistas com a aquisição da empresa alvo não é simples, uma vez que, para isso, é necessário assumir uma série de riscos e pressupostos que podem ou não se concretizar: comportamento do mercado consumidor, situação econômica do país, variações na taxa cambial, posicionamento dos concorrentes, inovações tecnológicas e o próprio risco inerente à aquisição de uma nova empresa, associado a problemas ocultos que o negócio pode apresentar. A hipótese de substituir a aquisição pela ampliação interna do negócio também deve ser considerada nesse momento.

Uma questão mais delicada é a análise dos possíveis cenários que podem se concretizar caso a aquisição não seja realizada. Em um processo de leilão, alguma das companhias envolvidas fará o negócio e o cenário resultante dependerá da empresa que o fizer. Da mesma forma que foi determinado o valor adicionado ao acionista com a aquisição da empresa alvo, é preciso calcular a perda de valor para o acionista, com a entrada de um novo concorrente no negócio ou se uma dos concorrentes atuais concretizar a transação.

A partir da análise de cada um desses fatores definiu-se o prêmio máximo que a empresa estaria disposta a pagar pelas ações em oferta, isto é, o maior lance que ela estaria disposta a dar no leilão.

A grande dificuldade é definir que postura adotar no processo. A primeira etapa, “no escuro” é decisiva. Uma oferta muito baixa pode excluir a empresa da fase final, onde os lances são dados sequencialmente a viva voz. Por outro lado, uma oferta muito alta pode significar abrir mão de uma parcela significativa do valor agregado através da aquisição. É claro que o resultado de outros leilões realizados no passado e o comportamento das empresas concorrentes nesses leilões diz muito a respeito do que deve ocorrer no momento da transação, daí a importância de métodos de avaliação como Análise de Transações Comparáveis, mas cada caso é um caso, cada empresa tem características únicas e o momento em que se dá a operação, suas particularidades. Cada um desses fatores é analisado na determinação do lance

inicial, mas o perfil da empresa e a posição de seus administradores quanto ao risco acabam sendo definitivos nesse momento.

CAPÍTULO 7

NA PRÁTICA

Em geral, os trabalhos sobre fusões e aquisições são concluídos com a aplicação dos métodos de avaliação de empresas em um caso prático. Nesse trabalho, buscaremos mostrar através da aplicação prática a importância de uma análise profunda do patrimônio da empresa em análise, através de um processo de due diligence cuidadosamente elaborado e bem aplicado, de maneira a se levantar todos os passivos ocultos e esclarecer os obscuros para garantir a determinação do real valor da empresa alvo para a adquirente.

7.1 A Empresa Segundo seu Balanço Patrimonial

A companhia utilizada no exemplo é uma indústria brasileira, negociada em 2000. Em razão da confidencialidade inerente aos processos de aquisição a companhia nesse trabalho será chamada de ALQUA.

Na página seguinte, segue o Balanço Patrimonial apresentado pela companhia referente a dezembro de 1999. Segundo esse balanço, a companhia dispunha de um patrimônio líquido de R\$ 154,82 milhões. Um minucioso trabalho de due diligence permitiu que fossem levantadas questões financeiras, fiscais, trabalhistas e ambientais, além de litígios fiscais e trabalhistas, que reduziram em 91,36% o valor patrimonial da companhia como será descrito mais adiante.

BALANÇO PATRIMONIAL – ALQUIL (31/12/1999)

Ativo	R\$(000)	Passivo	R\$(000)
Circulante		Circulante	
Bancos	6.938	Empréstimos e financiamentos	16.907
Clientes	19.402	Fornecedores	22.432
Estoques	62.601	Impostos, taxas e contribuições	35.845
Impostos a recuperar	21.203	Dividendos a pagar	214
Outras contas a receber	3.170	Provisões - férias, 13 e encargos	13.397
Despesas antecipadas	9.266	Comissão de agentes	7.129
Total do Ativo Circulante	122.580	Provisão trabalhista, fiscal e financeira	4.164
		Outras contas a pagar	4.252
Realizável a Longo Prazo		Provisão área Ambiental	
Empresas ligadas	0	Total do Passivo Circulante	104.340
Depósitos judiciais	12.285		
Impostos a recuperar	11.929	Exigível a Longo Prazo	
Crédito Tributário sobre ajustes	0	Empréstimos e financiamentos	21.465
Verba aproveitamento de ágio	0	Outras contas a pagar	820
Despesas antecipadas	3.126	Total do Passivo Exigível a Longo Prazo	22.285
Outras contas a receber	1.496		
Total do Ativo Realizável	28.836		
Permanente		Patrimônio Líquido	
Investimentos	13.909		154.820
Imobilizado	103.461	Total do Patrimônio Líquido	154.820
Diferido	12.659		
Total do Ativo Permanente	130.029		
Total Ativo	281.445	Total Passivo	281.445

7.2 Diligência Financeira

A diligência financeira é baseada nos demonstrativos contábeis da companhia, nas revisões das práticas contábeis utilizadas e em informações de mercado. A análise dos documentos históricos permite avaliar a probabilidade de que as “contas a receber” efetivamente sejam concretizadas, em função do perfil dos devedores da empresa e sua reputação no mercado. Em relação aos ativos fixos, são analisadas as condições físicas, os métodos de depreciação utilizados, a possibilidade de recuperação do valor no caso de venda. É preciso distinguir os itens que poderão ser utilizados daqueles que permanecem lançados nessa rubrica apenas para não serem considerados perda. Os ativos diferidos devem ser analisados quanto à sua natureza e as políticas de capitalização e amortização.

Em relação aos passivos, devem ser analisados possíveis itens não registrados ou sub-avaliados. Não podem ser esquecidas as dívidas em dólar e outras moedas estrangeiras.

A avaliação do estoque também é importante. O verdadeiro valor do estoque depende da idade dos produtos, do tipo e de suas condições gerais. Deve-se levar em conta que alguns produtos apresentam baixa rotatividade e que estoques muito antigos podem estar obsoletos.

Riscos Identificados na Diligência Financeira Realizada na ALQUAL

Data base: 31/12/1999

Descrição		Risco potencial R\$(000)
Riscos na conta de clientes		
1	Contas a receber coligadas e controladas no exterior (risco de perdas com devedores duvidosos)	(3.864)
2	Contas a receber - (risco de perda com devedores duvidosos)	(609)
3	Contas a receber - Clientes nacionais (risco de perda com devedores duvidosos)	(269)
4	Ajuste a valor presente de clientes	794
Total dos riscos em clientes		(3.948)

Descrição		Risco potencial R\$(000)
Riscos na conta de estoques		
1	Estoques - Material de consumo	(554)
2	Estoques a alienar (risco de não realização financeira)	(203)
3	Estoques - Resíduos de produtos (risco de não-realização financeira)	(63)
Total dos riscos em estoques		(820)
Riscos em outras contas a receber		
1	Títulos a receber - (risco de não-realização financeira)	(1.267)
2	Adiantamentos diversos - Grêmio Recreativo (risco de não-realização financeira)	(635)
3	Outras contas a receber - Investimentos a alienar (risco de não-realização financeira)	(419)
4	Sinistros a receber (risco de não-realização financeira)	(127)
Total dos riscos outras conta a receber		(2.448)
Riscos na contas de despesas antecipadas classificados no curto prazo		
1	Custo com paradas técnicas registradas como despesas antecipadas (risco de não-realização financeira)	(8.572)
Riscos na contas de despesas antecipadas classificados no realizável a longo prazo		
1	Custo com paradas técnicas registradas como despesas antecipadas (risco de não-realização financeira)	(5.302)
Riscos em outras contas a receber classificados no realizável a longo prazo		
1	Outras contas a receber - Investimentos a alienar (risco de não-realização financeira)	(419)

Descrição		Risco potencial R\$(000)
Riscos na conta de investimentos		
1	Investimentos	(2.301)
2	Depósito compulsório (risco de não-realização financeira)	(923)
3	Investimentos (equivalência patrimonial)	(465)
4	Depósito compulsório veículos (risco de não-realização financeira)	(225)
5	Terrenos a alienar	(388)
Total dos riscos em investimentos		(4.302)
Riscos no ativo imobilizado		
1	Ativo imobilizado	(10.478)
2	Obras em andamento suspensas (risco de não-realização financeira)	(10.615)
3	Imobilizado - Obras em andamento (itens em operação sem registro contábil da despesa de depreciação)	(510)
4	Despesas registrados no ativo imobilizado - Obras em andamento	(275)
Total dos riscos no imobilizado		(21.878)
Riscos no ativo diferido		
1	Ativo diferido - despesas de implantação (risco de não-realização financeira)	(5.181)
2	Obras em andamento suspensas (risco de não-realização financeira)	(4.058)
Total dos riscos no ativo diferido		(9.239)
Riscos na conta de fornecedores		
1	Ajuste a valor presente de fornecedores	70
TOTAL DOS RISCOS FINANCEIROS		(56.858)

7.3 Diligência Fiscal

A importância da diligência fiscal decorre do “conceito de sucessão”. Segundo a legislação brasileira a empresa compradora assume todos os deveres e obrigações fiscais e trabalhistas da empresa adquirida, ainda que a incorporação seja realizada através da compra dos ativos da empresa alvo. Daí a importância de uma revisão detalhada dos procedimentos fiscais da empresa e dos cálculos e pagamentos de impostos relativos ao período de pelo menos cinco anos. No Brasil a prescrição do prazo de cobrança de impostos atrasados varia de cinco a dez anos dependendo do tipo de imposto em questão.

Riscos Identificados na Diligência Fiscal Realizada na ALQUAL

Data base: 31/12/1999

Descrição	Risco Potencial (R\$000)
Impostos Diretos	
1 IRPJ - Despesas não necessárias - comissões pagas sobre exportações	(3.836)
2 IRPJ/CSLL/IOF/IRRF/CPMF	(1.008)
3 IRPJ /CSLL - tributação variação cambial regime de caixa	(876)
4 CSLL - tributos com exigibilidade suspensa	(512)
5 CSLL - compensação de base de cálculo negativa sem limitador de 30%	(336)
6 IRPJ/CSLL - Benefícios Indiretos	(39)
TOTAL DO IMPOSTOS DIRETOS	(6.607)
Impostos Indiretos	
1 ICMS compensado - diferença de alíquota	(1.681)
2 Atualização monetária dos créditos ICMS sobre exportação	(8.560)
3 Cofins majoração de alíquota	(848)
4 ICMS - manutenção de crédito vendas para Zona Franca de Manaus	(399)
5 PIS/COFINS sobre atualização monetária depósitos judiciais	(110)
TOTAL DO IMPOSTOS INDIRETOS	(11.598)
Exclusão da contingência referente aos créditos de ICMS sobre exportação	8.560
TOTAL DAS CONTINGÊNCIAS POTENCIAIS IMPOSTOS DIRETOS E INDIRETOS	(9.645)
Nota: Não foi possível quantificar contingência no que tange a preço de transferência para outras unidades em função da indisponibilidade de informações.	

7.4 Diligência Trabalhista

Além da questão do “conceito de sucessão”, a diligência trabalhista é muito importante em razão da legislação trabalhista brasileira ser muito “patronal”, isto é, ela favorece muito o empregado em detrimento do empregador. Os principais fatores levantados nessa diligência são ações movidas pelos sindicatos, acordos coletivos já assinados, planos previdenciários e planos de pensão e benefícios. Em relação a cada um desses itens deve ser analisado o grau de exposição da empresa, verificando-se o montante que deverá ser pago e a probabilidade da dívida se concretizar, no caso de ações ainda em julgamento.

Riscos Identificados na Diligência Trabalhista Realizada na ALQUAL

Data base: 31/12/1999

Descrição	Risco Potencial (R\$000)
1 Horas <i>in itinere</i>	(7.451)
2 Equiparação salarial	(1.528)
3 Hora reduzida noturna	(3.692)
4 Vinculo empregatício terceiros	(939)
5 PLR ¹¹ 2001 - Provisão para pagamento	(659)
6 PLR – Descaracterização	(187)
7 Benefícios Indiretos	(339)
8 PDV - Plano de demissão voluntária (55% e encargos)	(6.559)
9 Provisão para Banco de férias	(83)
10 Horas extras	(4.493)
TOTAL CONTINGÊNCIAS POTENCIAIS REVISÃO TRABALHISTA	(25.930)

Nota: O PDV ainda não se encontra oficializado e segundo informado pela Administração da empresa-alvo, ainda não foi enviado para o Sindicato da Categoria. Porém, ressaltamos que deve-se tomar a devida precaução uma vez que o PDV é de conhecimento dos funcionários.

¹¹ PLR: Participação nos Lucros e Resultados

7.5 Riscos Ambientais Identificados

Pelo “conceito de sucessão”, os passivos ambientais também são assumidos pela empresa compradora. Além dos custos financeiros, as questões ambientais podem ser prejudiciais à imagem da companhia. A diligência ambiental é baseada na comparação da documentação da empresa com a legislação vigente, em relação a procedimentos, tributos e documentação ambientais. Processos judiciais relacionados ao meio-ambiente também podem envolver a empresa e devem ser verificados junto aos fóruns e cartórios.

No caso da ALQUAL, parte das instalações da fábrica estaria contaminada por dejetos químicos. Uma empresa especializada realizou uma análise do local e concluiu que serão gastos aproximadamente R\$ 15,410 milhões na descontaminação da área.

7.6 Litígios Fiscais

Os litígios fiscais se referem às questões tributárias que não puderam ser normalmente solucionadas e estão aguardando decisão final da justiça. Eles são identificados na análise dos processos judiciais e através de levantamentos nos fiscos federal, estadual e municipal.

A ALQUAL, na época de sua aquisição, apresentava uma questão judicial relacionada ao ICMS. O governo do Estado de São Paulo aumentou a alíquota do ICMS de 17% para 18%, destinando o valor referente a um ponto percentual para habitação. No período determinado, companhia cobrou a alíquota de 18% de seus clientes. Posteriormente, com base em uma brecha na legislação que aumentava a alíquota do imposto, a ALQUAL, como diversas outras empresas, entrou com uma ação na justiça solicitando o crédito do valor referente a esse 1%. Antes do julgamento, entretanto, a companhia creditou-se do respectivo valor e passou a compensá-lo nos livros fiscais de períodos seguintes.

Para outras empresas na mesma situação, os tribunais têm dado ganho de causa ao fisco e em razão disso, as chances de ganho dessa ação são muito remotas. Na avaliação patrimonial da empresa foi considerado o débito referente a esse valor mais

multa de 100% sobre ele, corrigidos pela taxa Selic, o equivalente à R\$ 74,705 milhões, como valor a ser pago pela empresa ao fisco do Estado.

Existe ainda um crédito tributário, referente ao pagamento de IPI, que a companhia ALQUAL deverá receber do Governo Federal. Segundo as previsões o valor do crédito será de R\$ 54,000 milhões.

7.7 Litígios Trabalhistas

Como no caso dos litígios fiscais, os litígios trabalhistas podem ser identificados através da documentação legal da empresa alvo ou em visitas a fóruns. Esses processos, em geral, relacionam-se a questões de correção salarial ou reclamação de falta de pagamento de horas-extras. Como a justiça brasileira tende a favorecer os funcionários, os prejuízos decorrentes desses litígios em geral são altos. A ALQUAL está envolvida em algumas discussões na justiça referentes a demissões ocorridas no ano de 1996. Segundo as estimativas realizadas por uma consultoria jurídica, esses processos deverão custar para empresa aproximadamente R\$12,758 milhões.

7.8 Litígios Cíveis

Os litígios cíveis são disputas judiciais da empresa com a comunidade ou sociedade. Durante a due diligence legal realizada na ALQUAL, não foram identificados litígios cíveis que pudessem representar prejuízos futuros para a companhia.

7.9 Balanço Patrimonial Ajustado

O Balanço Patrimonial ajustado relaciona todos os riscos e oportunidades encontrados durante a due diligence realizada sobre a documentação que a ALQUAL disponibilizou para as empresas interessadas na sua aquisição. É importante aqui, lembrar que outros passivos ocultos podem ainda existir na empresa, uma vez que, devemos ressaltar, a empresa alvo não tem interesse em divulgar todos os dados e informações que possui. Na preparação do data room, algumas informações podem ter sido omitidas e o acesso a alguns dados dificultado durante a análise para que outros problemas da empresa não fossem reconhecidos, afinal qualquer problema encontrado representa uma redução no seu valor de venda.

Antes de discutir os resultados obtidos com a diligência é importante ressaltar que esse estudo também permite a identificação de oportunidades para a empresa aquisitora como o benefício fiscal encontrado na ALQUAL. Uma análise bem feita deve ser capaz também de identificar as oportunidades que os administradores antigos não notaram ou não aproveitaram, uma vez que um benefício fiscal como esse também influi na determinação do valor da empresa.

Estudando o balanço ajustado, vemos que os prejuízos identificados na due diligence foram descontados nas contas adequadas de ativo ou de provisão no passivo. A contra-partida desses valores foi realizada no patrimônio líquido da empresa, afinal esses prejuízos ou benefício, no caso da oportunidade fiscal, deverão atuar diminuindo ou aumentando o valor para os proprietários da empresa.

A comparação do valor patrimonial da empresa antes e depois do ajuste do balanço comprova a importância de uma diligência bem estruturada. Com a consideração dos riscos identificados, houve uma redução de R\$ 141,446 milhões no valor da empresa para os acionistas, o equivalente a 91,36% do valor inicial.

Balanco Patrimonial Ajustado - ALQUAL

Data base: 31/12/1999

Ativo	R\$(000)	Riscos - R\$(000)							Saldo
		31/12/1999	Financeiros	Fiscais	Trabalhistas	Ambientais	Litígios	Fiscais	
Circulante									
Bancos	6.938								6.938
Clientes	19.402		(3.948)						15.454
Estoques	62.601		(820)						61.781
Impostos a recuperar	21.203								21.203
Outras contas a receber	3.170		(2.448)					54.000	54.722
Despesas antecipadas	9.266		(8.572)						694
	122.580		(15.788)	0	0	0	0	54.000	160.792
Realizável a Longo Prazo									
Empresas ligadas									
Depósitos judiciais	12.285								12.285
Impostos a recuperar	11.929							0	11.929
Crédito Tributário sobre ajustes (33%)	0		0	0	0	0	0	0	0
Verba aproveitamento de ágio (base lance mínimo e PL R\$14.120mil) - 33%	0								0
Despesas antecipadas	3.126		(5.302)						(2.176)
Outras contas a receber	1.496		(419)						1.077
	28.836		(5.721)	0	0	0	0	0	23.115
Permanente									
Investimentos	13.909		(4.302)						9.607
Imobilizado	103.461		(21.878)						81.583
Diferido	12.659		(9.239)						3.420
	130.029		(35.419)	0	0	0	0	0	94.610
Total Ativo	281.445		(56.928)	0	0	0	0	54.000	278.517

Passivo		Riscos - R\$(000)									
	R\$(000)	12/30/01	Financeiros	Fiscais	Trabalhistas	Ambientais	Fiscais	Litígios trabalhistas	Litígios Cíveis	Total	Ajustado
Circulante											
Empréstimos e financiamentos	16.907									0	16.907
Fornecedores	22.432	70								70	22.502
Impostos, taxas e contribuições	35.845									0	35.845
Dividendos a pagar	214									0	214
Provisões - férias, 13 e encargos	13.397									0	13.397
Comissão de agentes	7.129									0	7.129
Provisão trabalhista, fiscal e financeira	4.164		9.645	25.930			74.705	12.758	0	123.038	127.202
Outras contas a pagar	4.252				15.410					0	4.252
Provisão área Ambiental										15.410	15.410
	104.340	70	9.645	25.930	15.410		74.705	12.758	0	138.518	242.858
Exigível a Longo Prazo											
Empréstimos e financiamentos	21.465									0	21.465
Outras contas a pagar	820									0	820
	22.285	0	0	0	0	0	0	0	0	0	22.285
Patrimônio Líquido											
	154.820	(56.998)	(9.645)	(25.930)	(15.410)		(20.705)	(12.758)	0	(141.446)	13.374
	154.820	(56.998)	(9.645)	(25.930)	(15.410)		(20.706)	(12.768)	0	(141.446)	13.374
Total Passivo	281.445	(56.928)	0	0	0	0	54.000	0	0	(2.928)	278.517

CAPÍTULO 3

CONCLUSÃO

O desse objetivo é uma ampla descrição do processo de aquisição de uma companhia no mercado brasileiro, avaliando as diversas etapas que compõem a operação. O surgimento da oportunidade, a análise de sua viabilidade, o delicado processo de avaliação e a determinação do preço ideal: todos pontos fundamentais na determinação do sucesso de uma transação capaz de criar ou anular valor para uma companhia.

Em primeiro lugar, é preciso que a empresa esteja preparada para as oportunidades quando elas surgem. Isso só é possível quando a ela possui um profundo conhecimento do mercado e de seus concorrentes e foi capaz de desenvolver um planejamento estratégico estruturado e consistente, que a coloque em condições de selecionar e aproveitar as verdadeiras oportunidades.

Em relação à viabilidade da aquisição, não basta verificar se a operação será capaz de gerar valor para os acionistas da adquirente, é preciso determinar se entre as opções de negócio da empresa essa é a que apresenta melhor taxa de retorno em relação do risco envolvido.

A fase da avaliação é especialmente delicada. É fundamental distinguir a importância de cada metodologia na definição do valor da empresa alvo. Enquanto o fluxo de caixa descontado determina quanto o novo negócio será capaz de agregar para o acionista, o *relative valuation* e a análise de transações comparáveis estimam a visão do mercado em relação à empresa.

A evolução do trabalho mostra claramente a importância da determinação do ágio adequado para o sucesso da operação. Nesse ponto, o primeiro passo é a divisão do ágio em dois componentes: o ágio que estaria sendo pago sobre o valor determinado na avaliação e o ágio relativo aos passivos ocultos da empresa. Aquele é determinado por questões decorrentes da forma de negociação, da situação do mercado no momento do negócio – posição dos concorrentes, relacionamento com clientes e fornecedores, das formas de pagamento e financiamento da operação. Mas na essência são os administradores do negócio que decidem, a partir das informações colhidas, a parcela de ágio que será paga.

O mesmo não ocorre com o ágio relativo aos passivos ocultos. A menos que uma minuciosa análise levante cada um dos problemas e oportunidades da empresa alvo,

os administradores da aquisitora não poderão avaliar antes de concretizada a operação quanto estão pagando pela empresa além do seu real valor. Assim, esse pode ser o principal determinante do sucesso de uma aquisição.

Em outras palavras, se as informações que possuímos hoje não representam a realidade, o valor determinado com base nelas não pode ser real. O balanço patrimonial não representa uma fotografia da situação atual da empresa, mas uma pintura que de alguma maneira é influenciada pelo ponto de vista de seu criador, no caso os antigos administradores da companhia. Nesse momento o papel da due diligence é a realização de uma profunda análise capaz tornar esse retrato o mais fiel à realidade possível.

O caso prático apresentado no sétimo capítulo comprovou a importância da due diligence na determinação do real valor da companhia e consequente estimativa do ágio pago na aquisição. O balanço patrimonial divulgado pela empresa apresentava um patrimônio líquido de R\$ 154,820 milhões. Entretanto uma análise detalhada da companhia, pode levantar uma série de riscos financeiros, compromissos fiscais, questões trabalhistas, fatores ambientais, além de litígios fiscais e trabalhistas que diminuía em mais de 90% o seu valor patrimonial, que na prática era de apenas R\$ 13,374 milhões.

Portanto, cada uma das etapas que compõem um processo de aquisição tem sua importância. Uma falha em qualquer ponto desse conjunto poderá arruinar o todo o processo. Mas o fator essencial para a determinação do real valor da empresa é uma due diligence bem estruturada capaz de levantar cada particularidade da companhia e do negócio em análise, propiciando, inclusive, as condições ideais para as projeções econômicas futuras.

CAPÍTULO 9

BIBLIOGRAFIA

9.1 Livros

1. Copeland, T.; Koller, T.; Murrin, J. **Avaliação de Empresas: Calculando e gerenciando o valor das empresas.** São Paulo, Makron Books, 2000.
2. Castro, Luís Fernando G. **Avaliação de Empresas – Modelo Real Aplicado a uma Companhia Siderúrgica Brasileira.** Trabalho de Formatura, DEP EPUSP, 1997.
3. Damodaran, Aswath **Investment Valuation.** USA, John Wiley & Sons, Inc, 1996.
4. Gitman, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira.** 7ª edição São Paulo, Editora Hbra, 1997.
5. Iudícibus, S.; Martins, E.; Gelbeck, E. **Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações.** 5ª edição São Paulo, FIECAFI, 2000.
6. Key, S. L. **Guia da Ernst & Young para Administração de Fusões e Aquisições.** Rio de Janeiro, Record, 1992.
7. Monteiro, Melissa C. S. **“Fusões e Aquisições” um Guia para a Análise da Criação (destruição) de Valor ao Longo do Tempo.** Trabalho de Formatura, DEP EPUSP, 1998.
8. Rappaport, A. **Gerando Valor para o Acionista: um guia para administradores e investidores.** São Paulo, Editora Atlas, 2001.
9. Rasmussen, U. W. **Aquisições, Fusões & Incorporações Empresariais: Estratégia para Comprar e Vender Empresas no País e Exterior.** São Paulo, Aduaneiras, 1989.
10. Rock, M.; Rock, R.; Sikora, M. **The Mergers & Acquisitions Handbook** 2nd edition USA, McGraw-Hill, Inc, 1987.

9.2 Artigos

1. Faveret, P.; Cortes, L. L.; Miranda, H.; Turano, C. **Agroindústria: Fusões e Aquisições no Setor de Alimentos**. BNDES/FINAME/BNDESPAR
2. KPMG **Fusões e Aquisições no Brasil – Análise dos anos 90**. KPMG Business Magazines
3. KPMG **Fusões e Aquisições no Brasil – Terceiro Trimestre de 2002**. KPMG Business Magazines
4. Paisin, R. M.; Neves, M. F. **Fusões, Aquisições e Internacionalização: o Caso da Agroindústria Sucro-Alcooleira**.
5. Suen, A. S.; Kimura, H. **Fusão e Aquisição como Estratégia de Entrada (Entre Mode) no Mercado Brasileiro**. Ensaio – FEA – USP
6. Tijuca, C. M. **Ativo Intangível: uma Abordagem Teórica**. Artigo. – Congresso Nacional de Custos de Leon
7. Matias, A. B.; Paisin, R. M. **Geração de Sinergias e seus Impactos na Rentabilidade das Empresas nos Casos de Fusões e Aquisições**. Comissão de Pesquisas e Publicações da FEA-UPS – Ribeirão Preto

9.3 Internet

1. **ABDER:** www.abder.gov.br
2. **ANATEL:** www.anatel.gov.br
3. **ANEEL:** www.aneel.gov.br
4. **ANTT:** www.antt.gov.br
5. **Associação Brasileira de Ciência Política:** www.cienciapolitica.org.br

6. **Banco Central do Brasil:** www.bacen.gov.br
7. **Bancos no Brasil:** <http://members.tripod.com/glauciagregio/historic.htm>
8. **BNDES:** www.bndes.gov.br
9. **CADE:** www.cade.gov.br
10. **Damodaran On-line:** www.damodaran.com.br
11. **Receita Federal:** www.receita.fazenda.gov.br

CAPÍTULO 10

ANEXOS

**Anexo 1 – Tratamento Sumário de Atos
de Concentração**



**MINISTÉRIO DA FAZENDA
MINISTÉRIO DA JUSTIÇA**

PORTARIA CONJUNTA SEAE/SDE Nº 50, DE 1º DE AGOSTO DE 2001
(publicada no Diário Oficial da União nº 158-E, de 17/08/01, Seção 1, páginas 12 a 15)

O **Secretário de Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda** e o **Secretário de Direito Econômico do Ministério da Justiça**, no uso de suas atribuições decorrentes, respectivamente, dos arts. 18 c.c. 39, "caput", do Anexo I do Decreto nº 3.698, de 21 de dezembro de 2000 e dos arts. 10, II, "a", e 33, "caput", do Anexo I, do Decreto nº 3.782, de 5 de abril de 2001 e considerando o disposto nos §§ 4º e 6º do art. 54 da Lei nº 8.884, de 11 de junho de 1994; e a necessidade de serem estabelecidos princípios comuns, para a sistematização e o aprofundamento da análise de atos de concentração econômica horizontal, de forma a proporcionar maior segurança jurídica aos agentes privados, bem como transparência e celeridade aos respectivos procedimentos administrativos,

RESOLVEM:

Art. 1º Expedir o **GUIA PARA ANÁLISE ECONÔMICA DE ATOS DE CONCENTRAÇÃO HORIZONTAL**, anexo a esta Portaria.

Art. 2º Revoga-se a Portaria SEAE nº 39, de 29 de junho de 1999.

Art. 3º Esta Portaria entra em vigor após decorridos quinze dias de sua publicação oficial.

CLAUDIO MONTEIRO CONSIDERA
Secretário de Acompanhamento Econômico

PAULO DE TARSO RAMOS RIBEIRO
Secretário de Direito Econômico

ANEXO

GUIA PARA ANÁLISE ECONÔMICA DE ATOS DE CONCENTRAÇÃO HORIZONTAL

PARTE I: INTRODUÇÃO

1. O Direito brasileiro consagra um sistema de controle de atos de concentração econômica¹ por meio da Lei nº 8.884/94 (lei de defesa da concorrência). Segundo o §4º do art. 54 desta Lei, tais atos deverão ser apresentados para exame, previamente ou no prazo de máximo de quinze dias úteis de sua realização, mediante o encaminhamento da documentação pertinente à Secretaria de Direito Econômico do Ministério da Justiça (SDE). Conforme o §6º desse mesmo artigo, cabe à Secretaria de Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda (SEAE), inicialmente, emitir um Parecer Técnico sobre os Atos de Concentração (Parecer) em até trinta dias.² Após o recebimento do Parecer da SEAE, a SDE deve manifestar-se em igual prazo, e em seguida encaminhar o processo devidamente instruído ao Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), que decidirá no prazo de sessenta dias.
2. O §1º do art. 54 da Lei nº 8.884/94 estabelece o princípio da razoabilidade, ou a regra da razão, como princípio fundamental de controle dos atos de concentração.
3. O objetivo do presente Guia para Análise Econômica de Atos de Concentração Horizontal (Guia) é apresentar os procedimentos e os princípios que a SEAE e a SDE adotam na análise desses atos. Estes procedimentos e princípios articulam as principais etapas da análise antitruste e procuram ser, na prática, um instrumento de aplicação da regra da razão.
4. O Guia refere-se exclusivamente a atos de concentração horizontal, não se aplicando a outros atos ou contratos que tenham enquadramento no *caput* do art. 54 da Lei nº 8.884/94, como, por exemplo:
 - Acordos explícitos ou tácitos, entre concorrentes do mesmo mercado, referentes a preços, quotas de produção e distribuição, distribuição geográfica de mercado ou à uniformização das condições de concorrência;
 - *Joint-ventures* (que não impliquem a constituição de sociedade sob controle comum);
 - Acordos ou contratos de distribuição exclusiva; restrição territorial ou fixação de preços de revenda;
 - Outros acordos ou contratos horizontais que não se classifiquem como concentração econômica, no sentido da definição apresentada adiante neste Guia.

¹ O presente Guia trata apenas dos atos de concentração econômica. O art. 54 da Lei nº 8.884/94, entretanto, aplica-se também para o controle de outros atos, que possam limitar ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência, ou resultar na dominação de mercados relevantes de bens ou serviços, como, v.g. acordos entre concorrentes.

² A contagem do prazo é suspensa sempre que forem solicitados às empresas documentos ou informações adicionais relativos ao ato.

- as reestruturações societárias efetuadas dentro de um mesmo grupo econômico, de fato ou de direito, não se verificando alteração do controle acionário; e
 - as situações em que a empresa adquirente ou seu grupo não participavam, antes do ato, do mercado relevante definido, dos mercados acima ou abaixo daquele na cadeia produtiva e, tampouco, de outros mercados no qual atuavam a adquirida ou seu grupo.
5. O procedimento apresentado neste documento tem por finalidade servir de mecanismo de transparência administrativa, constituindo mera descrição dos critérios e etapas das análises efetuadas pela SEAE e SDE no desempenho de suas respectivas atribuições derivadas da lei de defesa da concorrência. Por ser orientação para a análise, o procedimento aqui apresentado não possui caráter vinculante. Por questão de economia processual, as Secretarias poderão não aplicar o Guia nas operações que, a critério das mesmas, não tragam impacto real sobre a concorrência, aplicando-se nesses casos um rito sumário de análise.
 6. Os procedimentos apresentados neste documento são aplicáveis às integrações horizontais de empresas, isto é, concentrações que envolvam provedores de bens ou serviços que sejam competidores entre si. Não obstante, os princípios lógicos reunidos nesses Procedimentos podem ser utilizados, com a devida adaptação, também em casos de concentração que envolvem agentes econômicos consumidores de um mesmo bem ou serviço. Nestes casos, os quatro cenários, uma vez devidamente adaptados, deverão continuar a ser utilizados como referência básica para as conclusões do parecer.

PARTE II: PROCEDIMENTOS PARA A ANÁLISE ECONÔMICA DOS ATOS DE CONCENTRAÇÃO HORIZONTAL

7. Nesta segunda parte, estão resumidos 4 cenários básicos em termos dos efeitos de um ato de concentração sobre o bem-estar econômico. Três deles são cenários em que os atos de concentração não reduzem o bem-estar e devem, por isso, obter um parecer favorável da SEAE e da SDE. No quarto cenário, o ato de concentração reduz o bem-estar econômico e deve obter das Secretarias um parecer desfavorável à sua aprovação ou favorável com algum condicionante.
8. À medida que seja possível, os pareceres emitidos pela SEAE e SDE deverão apresentar uma conclusão correspondente a algum destes quatro cenários. Em particular, os pareceres desfavoráveis deverão indicar que os efeitos sobre o bem-estar econômico do ato de concentração analisado não encontram correspondência com nenhum dos outros três cenários considerados. Quando a conclusão apresentada não corresponder a nenhum dos quatro cenários, os pareceres explicitarão as razões para tal especificidade.
9. A próxima seção apresenta uma Visão Geral do procedimento de análise dos atos de concentração horizontal, sendo descritas as cinco etapas principais: Etapa I - Definição do Mercado Relevante; Etapa II - Determinação da Parcela de Mercado; Etapa III - Exame da Probabilidade de Exercício de Poder de Mercado; Etapa IV - Exame das Eficiências Econômicas Geradas pelo Ato; Etapa V - Avaliação dos Efeitos Líquidos do Ato.

Visão Geral

10. A defesa da concorrência não é um fim em si, mas um meio para se criar uma economia eficiente e preservar o bem-estar econômico da sociedade. Em uma economia eficiente os consumidores dispõem da maior variedade de produtos pelos menores preços possíveis. Em tal contexto, os indivíduos desfrutam de um nível máximo de bem-estar econômico.

11. Os atos de concentração entre empresas podem produzir efeitos positivos e negativos sobre o bem-estar econômico. As concentrações podem, ao diminuir o número de participantes no mercado, facilitar a adoção de condutas anticompetitivas (aumento de preços, redução da qualidade, diminuição da variedade ou redução das inovações). Entretanto, os atos de concentração, na medida em que proporcionem vantagens competitivas para as empresas participantes (economias de escala, economias de escopo e redução dos custos de transação, entre outros), podem também aumentar o bem-estar econômico.
12. Nesse contexto, não é possível definir, em princípio, se concentrações econômicas afetam positiva ou negativamente o bem-estar econômico. Para se saber qual o efeito de um ato de concentração, é necessária a análise específica de cada caso. A compreensão de que os atos de concentração envolvem potencialmente efeitos negativos e positivos e que, por isso, não podem ser *per se* aprovados ou reprovados, encontra-se consagrada na lei de defesa da concorrência, pela exigência da ponderação das eficiências de cada ato vis-à-vis seus efeitos negativos, nos termos dos §§1º e 2º do art. 54.
13. Critério Geral. Se, por um lado, o exercício de poder de mercado reduz o bem-estar econômico, os eventuais incrementos de produtividade, melhorias na qualidade, maior diversidade de produtos, entre outros possíveis efeitos da concentração, representam um aumento do bem-estar econômico. A SEAE e a SDE estabelecerão como critério básico para a emissão de um parecer favorável à operação, os atos que tenham um efeito líquido não-negativo sobre o bem-estar econômico.
14. Efeito Líquido Não-Negativo. Não reduzem o bem-estar econômico, isto é, geram um efeito líquido não-negativo, as concentrações:
- (a) que não gerarem o controle de uma parcela substancial de mercado; ou
 - (b) que gerarem o controle de parcela substancial de mercado em um mercado em que seja improvável o exercício do poder de mercado; ou
 - (c) que gerarem o controle de parcela substancial de mercado em um mercado em que seja provável o exercício do poder de mercado, mas cujos potenciais efeitos negativos, derivados da possibilidade de exercício do poder de mercado, não sejam superiores aos potenciais incrementos de bem-estar gerados pela concentração.
15. Exercício do Poder de Mercado. O exercício do poder de mercado consiste no ato de uma empresa unilateralmente, ou de um grupo de empresas coordenadamente, aumentar os preços (ou reduzir quantidades), diminuir a qualidade ou a variedade dos produtos ou serviços, ou ainda, reduzir o ritmo de inovações com relação aos níveis que vigorariam sob condições de concorrência irrestrita, por um período razoável de tempo, com a finalidade de aumentar seus lucros.³
16. Parcela Substancial de Mercado. Uma vez definido o mercado relevante, pressupõe-se que uma empresa controla uma parcela substancial desse mercado quando for capaz de, ao restringir as quantidades que oferta, provocar variações nos preços vigentes por um período razoável de tempo. Em outras palavras: são empresas que detêm poder de mercado.
17. A Decisão de Exercer o Poder de Mercado. O controle de uma parcela substancial de mercado é uma condição necessária, mas não suficiente, para que a nova empresa formada exerça o poder de mercado de que desfruta. Adicionalmente, é necessário que existam, no mercado, elementos que tornem lucrativa a restrição das quantidades ofertadas.⁴ Se não for

³ Por simplicidade expositiva, a partir deste ponto, apenas o aumento de preços, dentre as possíveis formas de expressão do exercício de poder de mercado, será considerado.

⁴ Em outras palavras, é necessário que a curva de demanda residual seja suficientemente inelástica: quando a demanda residual é suficientemente inelástica, a restrição da oferta provoca um aumento de

verificada essa condição, a adoção de tais condutas não será economicamente atrativa e a empresa, ainda que possa desviar suas condutas de seus níveis competitivos, decidirá não fazê-lo.

18. Variáveis que Afetam a Probabilidade de Exercício de Poder de Mercado. Para determinar se existem condições suficientes para que o poder de mercado seja exercido unilateralmente pela empresa, ou coordenadamente por um grupo de empresas, a SEAE e a SDE procederão à análise de quatro variáveis principais:

- (a) Importações;
- (b) Entrada;
- (c) Efetividade da rivalidade; e
- (d) Outros fatores que favorecem a coordenação de decisões.

19. Condições Negativas. A SEAE e a SDE deduzirão que não existe a probabilidade do exercício unilateral do poder de mercado, quando pelo menos uma das seguintes condições estiver presente:

- (a) as importações forem um remédio efetivo contra o exercício do poder de mercado;
- (b) a entrada for “provável, tempestiva e suficiente”; ou
- (c) a rivalidade entre as empresas existentes no mercado for efetiva.

20. Ao contrário, havendo elevada concentração de mercado, quando nenhuma dessas condições estiver presente, concluir-se-á que existe a probabilidade de que o poder de mercado seja exercido unilateralmente.⁵

21. Condição Negativa Adicional. Para que seja provável o exercício coordenado do poder de mercado, é necessário que nenhuma das condições expressas no item 22 seja cumprida e que, adicionalmente, existam no mercado “outros fatores que favoreçam a coordenação de decisões”.

22. Nexo Causal. A SEAE e a SDE buscarão um “nexo causal” entre a operação e o controle de parcela substancial de mercado ou entre a operação e a existência de condições que favoreçam o exercício de poder de mercado. Apenas nos casos em que se verificar a presença desse nexo, a concentração poderá implicar um efeito líquido negativo para o bem-estar econômico.

23. Efeitos sobre toda a economia. Para avaliar os efeitos líquidos da concentração, além do mercado em que o ato ocorre, a SEAE e a SDE poderão considerar os efeitos sobre os demais mercados da economia. É possível, portanto, que as Secretarias concluam que os efeitos líquidos de uma concentração sejam negativos para a economia como um todo, ainda que nulos ou positivos no âmbito do mercado em que efetivamente ocorre.

24. Eficiências Econômicas. São eficiências econômicas da concentração as melhorias nas condições de produção, distribuição e consumo de bens e serviços gerados pelo ato, que

preços superior à queda na quantidade vendida, tornando o exercício do poder de mercado uma estratégia lucrativa para a empresa. A noção de lucratividade se refere ao conceito de lucro econômico e não contábil. Lucros econômicos podem ser definidos como a diferença entre as receitas e os custos, incluindo na definição de custos econômicos o custo de oportunidade do capital investido.

⁵ A ausência de uma das condições estabelecidas no item 22 não será razão para que a SEAE e a SDE concluam que a demanda não é elástica e que é provável o exercício do poder de mercado. Por outro lado, cada uma das condições pode ser suficiente para que se considere que a demanda é elástica e, em consequência, se considere que não existe a probabilidade de exercício de poder de mercado.

não possam ser obtidos de outra maneira (“eficiências específicas” do ato) e que sejam persistentes a longo prazo.

25. O procedimento adotado pela SEAE e SDE para a análise das concentrações constará, de cinco etapas principais:

- Etapa I : Definição de mercado relevante.
- Etapa II: Determinação da parcela de mercado sob controle das empresas requerentes. Os atos que não gerarem o controle de uma parcela de mercado suficientemente alta obterão parecer favorável das Secretarias, sendo dispensável a continuação da análise. Os demais serão objeto de análise nas etapas subsequentes.
- Etapa III: Exame da probabilidade de exercício de poder de mercado. Quando não for provável o exercício do poder de mercado, a concentração receberá parecer favorável. Quando for provável o exercício do poder de mercado, a concentração será objeto de investigação na Etapa IV.
- Etapa IV: Exame das eficiências econômicas gerados pelo ato.
- Etapa V: Avaliação da relação entre custos e benefícios derivados da concentração e emissão de parecer final. Quando as eficiências forem iguais ou superiores aos custos (efeito líquido não-negativo), as Secretarias emitirão parecer favorável à concentração. Quando as eficiências forem inferiores aos custos, a concentração será proibida ou terá condicionada a sua aprovação à adoção de medidas consideradas necessárias.

26. A Figura A ilustra o procedimento completo adotado pelas Secretarias. A Figura B ilustra, em maior detalhe, a Etapa III.

27. O procedimento para se delimitar o mercado relevante está explicado nos itens 28 a 33. Os critérios para definir se um ato de concentração gera parcela substancial de mercado estão definidos no item 36. Já o procedimento para determinar as condições de exercício de poder de mercado está detalhado nos itens 39 a 69. Por último, o procedimento para se determinar as eficiências econômicas de uma concentração está detalhado no itens 74 a 88.

Figura A:
As Etapas de Análise Econômica de Atos de Concentração Horizontal

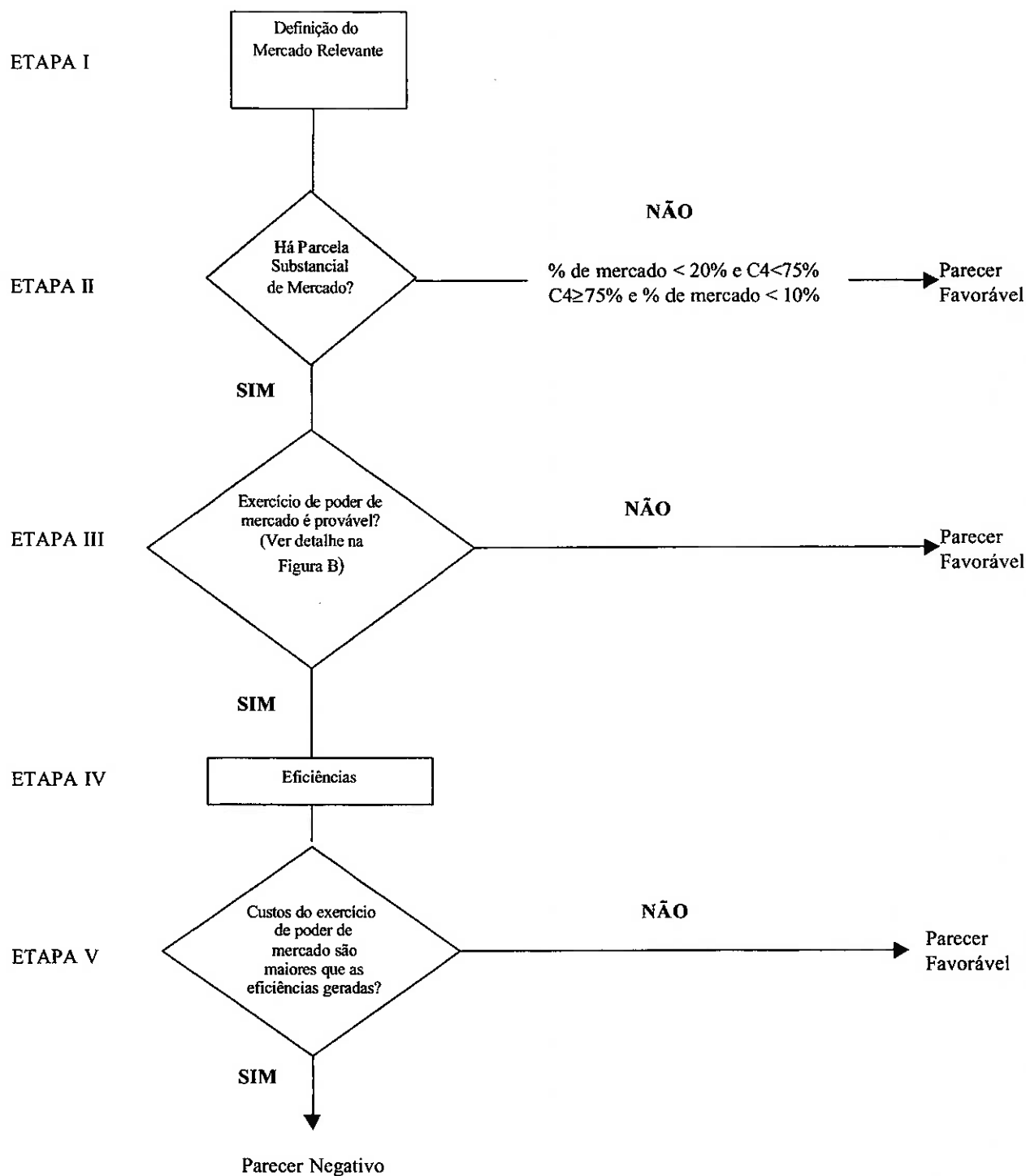
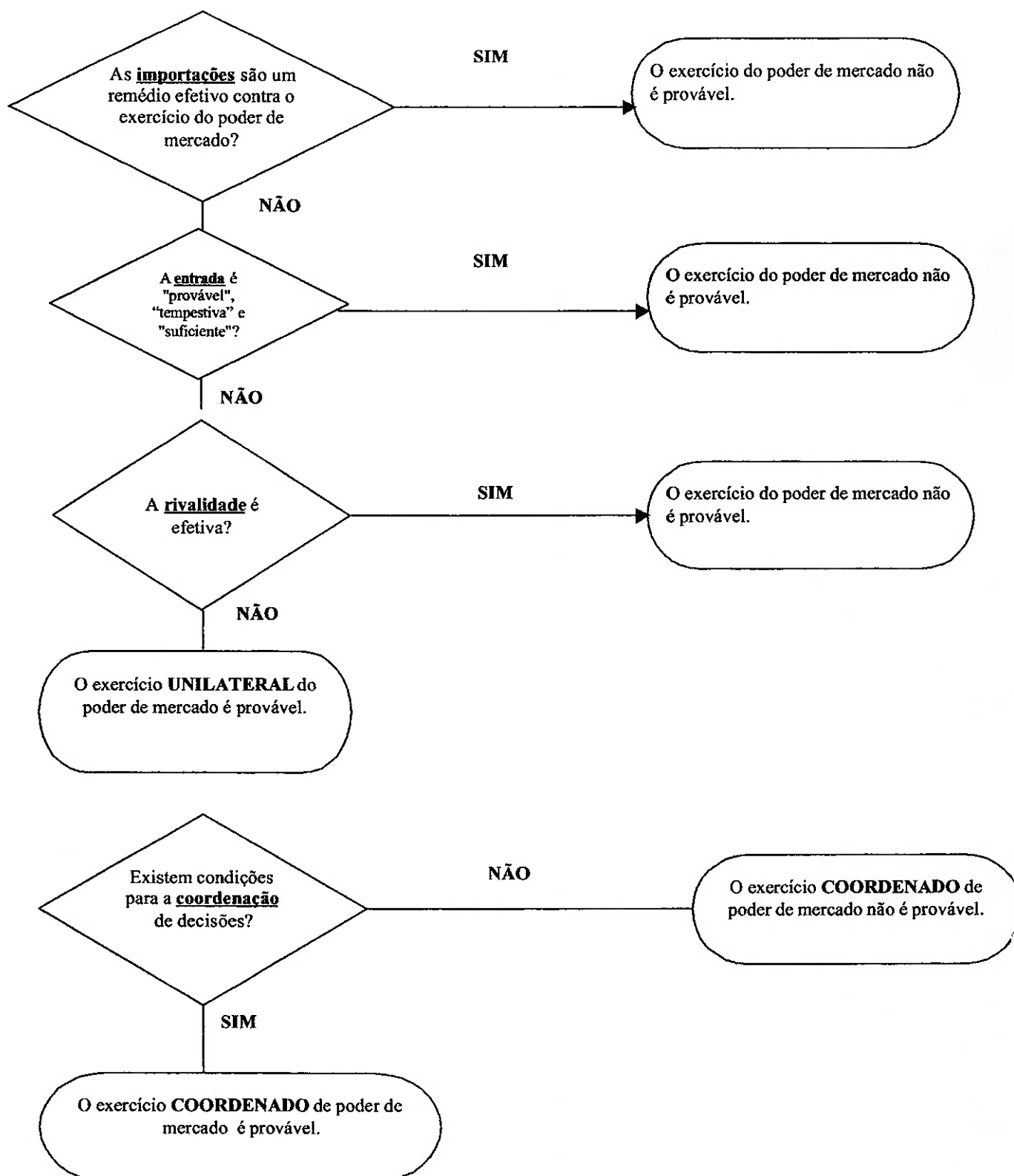


Figura B:
Detalhe da Etapa III - Exercício de Poder de Mercado



Etapa I: Definição do Mercado Relevante

28. A definição de um mercado relevante é o processo de identificação do conjunto de agentes econômicos, consumidores e produtores, que efetivamente limitam as decisões referentes a preços e quantidades da empresa resultante da operação. Dentro dos limites de um mercado, a reação dos consumidores e produtores a mudanças nos preços relativos - o grau de substituição entre os produtos ou fontes de produtores - é maior do que fora destes limites. O teste do "monopolista hipotético", descrito adiante, é o instrumental analítico utilizado para se aferir o grau de substitutibilidade entre bens ou serviços e, como tal, para a definição do mercado relevante.⁶
29. Definição. O mercado relevante se determinará em termos dos produtos e/ou serviços (de agora em diante simplesmente produtos) que o compõem (dimensão do produto) e da área geográfica para qual a venda destes produtos é economicamente viável (dimensão geográfica). Segundo o teste do "monopolista hipotético", o mercado relevante é definido como o menor grupo de produtos e a menor área geográfica necessários para que um suposto monopolista esteja em condições de impor um "pequeno porém significativo e não transitório" aumento de preços.
30. Procedimento. O teste do "monopolista hipotético" consiste em se considerar, para um conjunto de produtos e área específicos, começando com os bens produzidos e vendidos pelas empresas participantes da operação, e com a extensão territorial em que estas empresas atuam, qual seria o resultado final de um "pequeno porém significativo e não transitório" aumento dos preços para um suposto monopolista destes bens nesta área. Se o resultado for tal que o suposto monopolista não considere o aumento de preços rentável, então a SEAE e a SDE acrescentarão à definição original de mercado relevante o produto que for o mais próximo substituto do produto da nova empresa criada e a região de onde provém a produção que for a melhor substituta da produção da empresa em questão. Esse exercício deve ser repetido sucessivamente até que seja identificado um grupo de produtos e um conjunto de localidades para os quais seja economicamente interessante, para um suposto monopolista, impor um "pequeno porém significativo e não transitório aumento" dos preços. O primeiro grupo de produtos e localidades identificado segundo este procedimento será o menor grupo de produtos e localidades necessário para que um suposto monopolista esteja em condições de impor um "pequeno porém significativo e não transitório" aumento dos preços, sendo este o mercado relevante delimitado.⁷ Em outras palavras, *"o mercado relevante se constituirá do menor espaço econômico no qual seja factível a uma empresa, atuando de forma isolada, ou a um grupo de empresas, agindo de forma coordenada, exercer o poder de mercado."*
31. Um suposto monopolista está em condições de impor um "pequeno porém significativo e não transitório" aumento de preço quando os consumidores não puderem desviar uma parcela significativa da demanda para bens substitutos ou bens provenientes de outra região. Os conjuntos de produtos e áreas geográficas que um hipotético monopolista deve controlar para que possa impor um "pequeno porém significativo e não transitório aumento" dos

⁶ Destaque-se que este não é o único instrumental possível de ser utilizado na delimitação do mercado relevante. Outros métodos, tais como o da elasticidade cruzada ou o teste da correlação de preços ao longo do tempo (*price correlation over time*), também podem ser úteis. Entretanto, seja qual for o método utilizado, a lógica do teste do "monopolista hipotético" deve estar sempre presente, isto é, identificar os produtos e as regiões geográficas que possam limitar a capacidade de decisão da nova firma criada quanto a preços e quantidades.

⁷ Para finalidades de aplicação do procedimento anterior, a SEAE e a SDE adotarão como referência de um "pequeno porém significativo e não transitório aumento" de preço o aumento de 5%, 10% ou 15%, conforme o caso concreto, por um período não inferior a um ano.

preços determinam, respectivamente, a dimensão do produto e a dimensão geográfica do mercado relevante.⁸

32. O efeito de um “pequeno porém significativo e não transitório aumento” de preços para o monopolista hipotético depende da reação dos consumidores. Esta reação, por sua vez, é dada em função da propensão com que os consumidores estejam dispostos a desviar sua demanda para um produto substituto ou a para produto idêntico oriundo de outra área, como resposta a um “pequeno porém significativo e não transitório” aumento de preço. Para examinar a possibilidade de os consumidores desviarem sua demanda a produtos substitutos de uma mesma região e para produtos idênticos porém de uma área distinta, a SEAE e a SDE considerarão os seguintes fatores:

- características físicas dos produtos;
- características dos processos produtivos;
- propriedades comerciais dos produtos;
- evolução dos preços relativos e das quantidades vendidas;⁹
- tempo e os custos envolvidos na decisão de consumir ou produzir produtos substitutos;
- tempo e os custos envolvidos na decisão de consumir ou produzir produtos idênticos provenientes de outras áreas; e
- evidências de que os consumidores desviarão sua demanda ou levarão em conta a possibilidade de desviá-la em função de mudanças nos preços relativos ou em outras variáveis de competição (comportamento passado dos consumidores).

33. Em casos específicos poderão ser considerados como participantes do mercado os produtores potenciais de curto prazo, isto é, empresas que não produzem atualmente, mas que podem passar a produzir em resposta a um “pequeno porém significativo e não transitório aumento” dos preços, em um período não superior a um ano e sem a necessidade de incorrer em custos significativos de entrada ou de saída. Serão considerados significativos os custos de entrada ou de saída que não puderem ser cobertos em um período igual ou inferior a um ano, a contar do início da oferta do produto.

Etapa II: Determinação da Parcela de Mercado

34. Uma condição necessária, embora não suficiente, para que uma operação tenha impactos negativos sobre o bem-estar do consumidor e sobre a concorrência é que a empresa resultante controle uma parcela substancial do mercado relevante. Em mercados em que a oferta de cada empresa, ou de um grupo de empresas, é muito pequena em relação à oferta total da indústria, nenhuma empresa ou grupo de empresas tem, unilateral ou coordenadamente, capacidade de mudar suas condutas (alterar preços, quantidades, qualidade, variedade ou inovação), ou seja, exercer o poder de mercado. Isto ocorre porque os consumidores responderão a tal tentativa desviando a totalidade de suas compras para as empresas rivais.

⁸ Os efeitos da existência de produtores potencialmente competidores (a entrada) sobre as decisões da empresa resultante da operação serão investigadas na Etapa III.

⁹ Além de consultas às empresas requerentes, seus competidores e consumidores, outro procedimento que pode ser adotado, especialmente como ponto de partida para a definição de mercado relevante, é a utilização de dados sobre a evolução dos preços relativos e das quantidades vendidas para teste de correlação estatística. Este instrumental, especialmente quando aplicado exclusivamente à variável preços (a informação geralmente disponível), é utilizado com bastante frequência. Todavia, seus resultados devem ser interpretados com bastante reserva uma vez que conclusões definitivas dependeriam do comportamento da variável quantidade, uma informação raramente disponível.

35. Quando a oferta de uma empresa, ou de um grupo de empresas, for suficientemente alta em relação à oferta total no mercado relevante, estas terão, unilateral ou coordenadamente, a capacidade de mudar suas condutas em relação às que prevaleceriam sob condições de concorrência irrestrita, dado que as empresas rivais não serão capazes de atender parte substantiva da demanda. Nesses casos, a empresa ou o grupo terão parcela suficientemente alta do mercado relevante para exercer poder de mercado.
36. Critérios. Os critérios para identificar se a concentração gera o controle de parcela de mercado suficientemente alta são os seguintes:
- (a) A SEAE e a SDE considerarão que uma concentração gera o controle de parcela de mercado suficientemente alta para viabilizar o exercício unilateral do poder de mercado sempre que resultar em uma participação igual ou superior a 20% do mercado relevante (art. 20, §2º, da Lei nº 8.884/94);
 - (b) A SEAE e a SDE considerarão que uma concentração gera o controle de parcela de mercado suficientemente alta para viabilizar o exercício coordenado de poder de mercado sempre que:
 - a concentração tornar a soma da participação de mercado das quatro maiores empresas (C_4) igual ou superior a 75% ; e
 - a participação da nova empresa formada for igual ou superior a 10% do mercado relevante.
37. Procedimento. A participação de mercado será calculada com base em todas as firmas que fazem parte do mercado relevante definido na Etapa I. Serão consideradas empresas participantes do mercado os produtores atuais, isto é, empresas que efetivamente produzem ou vendem no mercado relevante. Os dados podem ser referentes à capacidade produtiva, ao volume de vendas ou ao valor das vendas, de acordo com o que seja mais adequado para indicar as condições de competição no mercado relevante.
38. Nos casos de produtos homogêneos, em que a capacidade produtiva é uma variável chave de competição, serão utilizados indicadores baseados na capacidade de produção. Já os indicadores baseados no valor das vendas tendem a ser mais adequados para mercados de produtos diferenciados, uma vez que refletem melhor a fidelidade dos consumidores à marca da empresa e o acesso da empresa à rede de distribuidores, que são bons indicadores da competição nesses mercados.¹⁰

Etapa III: Exame da Probabilidade de Exercício de Poder de Mercado

39. O fato de uma concentração envolver uma parcela de mercado suficientemente alta não implica necessariamente que a nova empresa formada exercerá de forma unilateral seu poder de mercado, ou que as empresas coordenarão suas decisões. Nesta seção são apresentados os fatores que determinam se o exercício de poder de mercado é provável.

¹⁰ Mercados de produtos homogêneos são aqueles em que as empresas são principalmente distinguidas por seus custos e/ou capacidade de produção e não pelas particularidades de seu produto. Mercados de produtos diferenciados são aqueles em que as empresas são principalmente diferenciadas por seus produtos (marcas) e não por sua capacidade de produção ou custo.

40. Importações. As importações e a possibilidade de importar são fatores que inibem o exercício do poder de mercado.¹¹ Quanto maior for a participação das importações e/ou a possibilidade de importar, menor será a probabilidade de que o poder de mercado seja exercido. Note-se que um volume reduzido de importações não basta para se considerar provável o exercício do poder de mercado. Adicionalmente, deve-se considerar a possibilidade de que as importações aumentem, em quantidade e prazo razoáveis, em resposta a um "pequeno mas significativo e não transitório" aumento de preço.
41. Nesse ponto, é importante considerar a que preço a oferta de importados se torna elástica. Se este preço for significativamente superior ao preço vigente em um mercado competitivo, haverá espaço para que a nova empresa formada eleve seu preço até o equivalente ao preço de importação, que pode, por exemplo, estar incorporando o custo de transporte e a tarifa de importação. Neste caso, ainda que a possibilidade de importar seja substantiva, haverá espaço para que a empresa resultante da operação exerça o poder de mercado adquirido.
42. Para se verificar a elasticidade das importações, serão consideradas as barreiras à entrada na atividade de importação, tais como: os custos de distribuição; o grau de dependência da importação em relação aos produtores locais; a existência de contratos de exclusividade entre importadores locais e empresas estrangeiras; e a capacidade dos importadores para acomodar incrementos nas importações sem a necessidade de investir em novos ativos físicos.
43. Em princípio, será considerado o período de um ano e importações equivalentes a pelo menos 30% do valor de consumo aparente¹² como razoáveis indícios de que a disciplina imposta pelas importações é suficiente para evitar o exercício de poder substancial de mercado.
44. A possibilidade de importar pode ser inferida com base em:
- informações de que os produtos importados tenham exercido uma disciplina efetiva nos preços domésticos;
 - as tarifas de importação;
 - os custos de internalização dos produtos importados (de transporte etc.);
 - a existência de barreiras não-tarifárias;
 - as preferências dos consumidores;
 - os preços internacionais.
45. Entrada. A possibilidade de entrada de novos competidores no mercado é outro fator que inibe o exercício de poder de mercado. O exercício do poder de mercado será considerado improvável quando a entrada for "provável", "tempestiva" e "suficiente". Para a análise das condições de entrada, a SEAE e a SDE levarão em conta as atitudes que uma empresa hipotética que deseje entrar no mercado deverá adotar. Nesta etapa, não é necessário que seja identificada uma empresa que tenha intenção real de entrar no mercado. Entretanto, as

¹¹ As importações e a possibilidade de importar são fatores que inibem o exercício do poder de mercado, unilateral ou coordenado, tanto em mercados de produtos homogêneos como de produtos diferenciados. A disciplina exercida em mercados de produtos diferenciados tende a ser, naturalmente, inferior àquela exercida em mercados de produtos homogêneos. Porém, as importações devem ser consideradas como um fator relevante em ambos os casos.

¹² Consumo aparente = produção total + importações - exportações. Importações e exportações referem-se à dimensão geográfica do mercado relevante. São portanto vendas externas ao mercado geográfico (exportações) ou compras provenientes de fora do mercado geográfico (importações). Somente no caso em que a dimensão geográfica for igual ao mercado nacional é que os dados coincidem com os agregados das contas nacionais.

Secretarias não se basearão em uma empresa hipotética que não guarde similaridade com os potenciais entrantes. Exemplos de novas empresas entrando no mercado nos últimos 5 anos podem ser utilizados como evidência sobre as condições de entrada, desde que não existam indícios de que o exemplo já não seja representativo das condições de entrada no momento em que a análise esteja sendo realizada.

46. **Entrada Provável.** A SEAE e a SDE considerarão a entrada provável quando for economicamente lucrativa a preços pré-concentração e quando estes preços puderem ser assegurados pelo possível entrante. Os preços não poderão ser assegurados pelo possível entrante quando o incremento mínimo da oferta provocado pela empresa entrante for suficiente para causar uma redução dos preços do mercado. Em outras palavras, a entrada é provável quando as escalas mínimas viáveis são inferiores às oportunidades de venda no mercado a preços pré-concentração.
47. **Entrada Tempestiva.** A SEAE e a SDE considerarão, em geral, como prazo socialmente aceitável para entrada o período de 2 (dois) anos. Neste prazo, incluem-se todas as etapas necessárias à entrada no mercado, tais como, planejamento, desenho do produto, estudo de mercado, obtenção de licenças e permissões, construção e operação da planta, promoção e distribuição do produto.
48. **Entrada suficiente.** A entrada será considerada suficiente quando permitir que todas as oportunidades de venda sejam adequadamente exploradas pelos entrantes em potencial.
49. **Oportunidades de Vendas.** Oportunidades de vendas são parcelas de mercado potencialmente disponíveis aos entrantes. Na identificação das oportunidades de vendas devem ser incluídas:
 - a restrição da produção, derivada do exercício de poder de mercado pelas empresas estabelecidas;
 - a redução da oferta das empresas instaladas como reação à entrada;
 - a capacidade da empresa entrante de apropriar-se de parte do mercado das empresas instaladas; e
 - a capacidade do entrante de capturar uma parcela significativa de crescimento de mercado.
50. **EMV. Escalas Mínimas Viáveis (EMV)** são o menor nível de vendas anuais que o entrante potencial deve obter para que seu capital seja adequadamente remunerado. A remuneração adequada de capital equivale à rentabilidade que o volume de recursos investidos na entrada poderia obter em uma aplicação correspondente no mercado financeiro, ajustada ao risco do setor em que se vislumbra a entrada. O capital investido no setor equivale ao total de gastos que uma empresa deve realizar para se instalar no mercado, realizar um ciclo de produção e estar em condições de vender seu produto.
51. **Barreiras à Entrada.** Quanto mais elevadas as barreiras à entrada, maiores são as EMV necessárias para viabilizar a entrada e menor é a probabilidade de entrada de novas empresas no mercado relevante definido.¹³
52. **Definições.** Barreiras à entrada podem ser definidas como qualquer fator em um mercado que ponha um potencial competidor eficiente em desvantagem com relação aos agentes econômicos estabelecidos. Os seguintes fatores constituem importantes barreiras à entrada:

¹³ Note-se que não é necessário que a fusão aumente as barreiras à entrada e sim que a fusão ocorra em um mercado caracterizado por elevadas barreiras à entrada.

- (a) custos irrecuperáveis;
- (b) barreiras legais ou regulatórias;
- (c) recursos de propriedade exclusiva das empresas instaladas;
- (d) economias de escala e/ou de escopo;
- (e) o grau de integração da cadeia produtiva;
- (f) a fidelidade dos consumidores às marcas estabelecidas; e
- (g) a ameaça de reação dos competidores instalados.

53. Custos irrecuperáveis (*sunk costs*) são custos que não podem ser recuperados quando a empresa decide sair do mercado. A extensão dos *sunk-costs* depende principalmente:
- do grau de especificidade do uso do capital;
 - da existência de mercados para máquinas e equipamentos usados;
 - da existência de mercado para o aluguel de bens de capital;
 - de volume de investimentos necessários para garantir a distribuição do produto (gastos com promoção, publicidade e formação da rede de distribuidores).
54. As barreiras legais e regulatórias são exigências criadas pelo governo ou por agências reguladoras para a instalação e funcionamento de uma empresa, tais como as licenças comerciais, permissões, autorizações, alvarás, dentre outros. As barreiras legais podem representar, na prática, um incremento nos custos irrecuperáveis, quando sua superação implicar custos elevados ou mesmo excluir a possibilidade de entrada.
55. Os recursos de propriedade das empresas instaladas podem ser insumos de produção, exclusividade de uso da rede de distribuidores ou patentes.
56. As economias de escala são economias físicas de insumos derivadas do aumento do volume de produção final. As economias de escopo são economias derivadas da produção conjunta de dois ou mais bens.¹⁴ Os efeitos das economias de escala e escopo sobre as condições de entrada dependem, entre outros:
- das escalas mínimas eficientes;
 - do aumento nos custos associados a escalas sub-ótimas; e
 - do crescimento do mercado.
57. O grau de integração da cadeia produtiva pode ser uma barreira à entrada na medida em que aumenta os custos irrecuperáveis das entrantes potenciais ou exija que a entrada ocorra em dois mercados ao mesmo tempo.
58. A fidelidade dos consumidores a marcas estabelecidas tende a ser maior em mercados em que as estratégias de diferenciação do produto são uma das principais variáveis de competição. Para gerar fidelidade a seus produtos, a empresa entrante deve realizar gastos em publicidade que se convertem em custos irrecuperáveis do investimento.
59. A ameaça de reação por parte das empresas instaladas é uma barreira à entrada na medida em que estas empresas sejam capazes de baixar seus preços, e mantê-los por no mínimo um ano, a níveis inferiores aos vigentes antes da concentração.
60. Efetividade da rivalidade. Ainda que as importações não sejam expressivas e a entrada não seja provável, tempestiva e suficiente, a efetividade da competição entre a empresa resultante da operação e as demais empresas instaladas (seus rivais) pode tornar pouco provável o exercício do poder de mercado adquirido. Esta situação é provável em contextos em que empresas estabelecidas tenderiam a adotar condutas agressivas para aumentar sua participação de mercado como reação ao exercício do poder de mercado pela empresa

¹⁴ Para uma definição mais extensa de economias de escala e de escopo ver, respectivamente, os itens 75 e 78.

resultante da operação. Os parágrafos seguintes identificam três das maneiras por meio das quais uma concentração pode reduzir a efetividade da rivalidade entre empresas instaladas em um mercado.

61. Em mercados de produtos homogêneos, a probabilidade de o poder de mercado ser exercido unilateralmente aumenta à medida que uma parcela significativa de seus consumidores não possa desviar suas compras para provedores concorrentes. Isso ocorrerá, por exemplo, quando as empresas remanescentes no mercado não puderem aumentar suficientemente as quantidades ofertadas em um prazo de tempo razoável. A SEAE e a SDE considerarão que as empresas remanescentes não poderão expandir suficientemente a oferta, em um prazo de tempo razoável, quando (a) operarem a plena capacidade e não for economicamente viável expandir a produção em um prazo não superior a dois anos ou (b) quando a operação da capacidade ociosa existente implicar custos maiores que a operação do nível de ocupação existente.
62. Em mercados de produtos diferenciados, a probabilidade de o poder de mercado ser exercido unilateralmente aumenta à medida que uma parcela significativa de seus consumidores não possam desviar suas compras para os provedores de produtos substitutos. Isto ocorrerá quando parcela expressiva dos consumidores considerar os produtos ofertados pelas empresas concentradas como primeira e segunda escolhas e quando as opções seguintes não forem substitutos próximos. O grau de substituição é menor quando as características técnicas dos produtos são bastante rígidas, quando a marca do produto é o principal fator de decisão do consumidor, ou quando as informações sobre as distintas combinações de preço e qualidade disponíveis no mercado são de difícil compreensão.¹⁵
63. Outras condições para o exercício coordenado do poder de mercado. Além dos aspectos mencionados nos itens 45 a 62, existem outros fatores que afetam a probabilidade de que as empresas exerçam coordenadamente o poder de mercado. Estes fatores melhoram as condições de coordenação de condutas e de supervisão de regras, favorecendo a imposição de sanções para os que se desviarem dos acordos estabelecidos entre as empresas.
64. As condições para a coordenação de decisões entre agentes participantes são maiores quando:
 - (a) existem poucas empresas no mercado;
 - (b) os produtos e/ou as empresas são homogêneos;
 - (c) informações relevantes sobre os competidores estão disponíveis;
 - (d) existem condutas empresariais que, ainda que embora não necessariamente ilegais, restringem a rivalidade das empresas.
65. As condições para a coordenação explícita de decisões são maiores em casos em que as empresas já se envolveram nesta classe de conduta ou já estiveram subordinadas a políticas públicas no passado recente que incentivem este tipo de comportamento como, por exemplo, o controle de preços.¹⁶ A aquisição de um competidor que anteriormente adotava condutas agressivas de competição pelos seus rivais também facilita a coordenação de decisões.

¹⁵ Note-se que quando as empresas concentradas controlam o primeiro e o segundo substitutos (e os demais não são substitutos próximos), um aumento de preços do principal produto, que desviaria a demanda para o produto dois, não diminui a receita total da empresa resultante da operação, embora muito provavelmente, diminuisse os lucros da empresa antes da operação.

¹⁶ A coordenação de preços não precisa ser perfeita (completa) para prejudicar o consumidor.

66. A possibilidade de supervisão das condutas convencionadas por um grupo de empresas é maior quando as condições de demanda e de produção são estáveis, quando informações sobre as práticas comerciais entre competidores estão disponíveis e quando as empresas envolvidas têm pouco incentivo para desviar-se do acordo estabelecido. A estabilidade das condições da oferta e da demanda tornam mais visíveis os desvios de conduta dos membros do acordo, enquanto a disponibilidade de informações torna menos viável a realização de transações secretas que se desviem do acordo convencionado. As empresas têm pouco incentivo para desviar-se do acordo estabelecido quando os custos marginais são relativamente inelásticos, os custos fixos são relativamente baixos e as transações mais frequentes da empresa são na forma de pequenas quantidades.
67. Estruturas verticalizadas, especialmente quando envolvem o controle de canais de distribuição e a simplificação do monitoramento dos preços de venda, podem facilitar a supervisão do cumprimento do acordo por parte das empresas produtoras.
68. As condições de sanção dos participantes que não cumprem o acordo dependem das mesmas variáveis expressas no item 63.
69. O agrupamento societário, na medida em que facilita o intercâmbio de informações, aumenta as condições de supervisão da colusão.

Etapa IV: Eficiências Econômicas

70. O fato de a probabilidade do exercício de poder de mercado não ser “praticamente nula” não implica que a concentração reduza o bem-estar da economia brasileira. Para avaliar o efeito líquido da concentração sobre a economia é necessário comparar os custos econômicos com as possíveis eficiências econômicas derivadas do ato. Nesta seção apresentam-se os fatores que podem ser consideradas eficiências econômicas derivadas do ato de concentração.
71. Eficiências Econômicas do ato. São consideradas eficiências econômicas das concentrações os incrementos do bem-estar econômico gerados pelo ato e que não podem ser gerados de outra forma (eficiências específicas da concentração). Não serão consideradas eficiências específicas da concentração aquelas que podem ser alcançadas, em um período inferior a 2 (dois) anos, por meio de alternativas factíveis, que envolvem menores riscos para a concorrência.
72. Verificação. Os incrementos de eficiência são difíceis de se verificar e quantificar, em parte porque as informações necessárias se referem a eventos futuros. Em particular, incrementos de eficiência projetados, ainda que com razoável boa fé, podem não se concretizar. Por isso, serão consideradas como eficiências específicas da concentração aquelas cuja magnitude e possibilidade de ocorrência possam ser verificadas por meios razoáveis, e para as quais as causas (como) e o momento em que serão obtidas (quando) estejam razoavelmente especificados. As eficiências alegadas não serão consideradas quando forem estabelecidas vagamente, quando forem especulativas ou quando não puderem ser verificadas por meios razoáveis.
73. Exclusão. Não serão considerados eficiências os ganhos pecuniários decorrentes de aumento de parcela de mercado ou de qualquer ato que represente apenas uma transferência de receitas entre agentes econômicos.
74. As eficiências específicas à concentração econômica horizontal podem se dar sob a forma de economias de escala, de escopo, da introdução de uma tecnologia mais produtiva, da

apropriação de externalidades positivas ou eliminação de externalidades negativas e da geração de um poder de mercado compensatório.

75. Economias de Escala. As economias de escala são reduções nos custos médios derivadas da expansão da quantidade produzida, dados os preços dos insumos. Os custos médios podem diminuir, entre outros fatores, porque:
- (a) os custos fixos são uma parcela substantiva dos custos totais;
 - (b) a produtividade do trabalho aumenta;
 - (c) a produtividade do capital aumenta; e
 - (d) as propriedades físicas do equipamento ou propriedades dos processos produtivos podem gerar economias.
76. Custos fixos são custos que não dependem da quantidade produzida, tais como custos de inicialização (*start up costs*). Quando a produção aumenta, os custos fixos médios diminuem, reduzindo os custos médios de produção. Quando os custos fixos são uma parte significativa dos custos médios, a concentração da produção pode proporcionar importantes reduções nos custos fixos médios da empresa resultante da operação.
77. A produtividade do trabalho é a relação entre a quantidade final de produto gerada e a quantidade de trabalho necessária para gerá-la. A produtividade do trabalho pode aumentar, por exemplo, quando o aumento da produção numa empresa permitir a especialização de uma linha de produção ou a ocorrência de economias de aprendizagem (*learning economies*).
78. Economias de Escopo. As economias de escopo são reduções nos custos médios derivadas da produção conjunta de bens distintos, dados os preços dos insumos. Os custos médios podem diminuir, entre outros fatores, porque:
- (a) insumos comuns aos distintos bens são melhor aproveitados por uma só empresa do que por várias;
 - (b) recursos de distribuição e comercialização (venda e mercado) são melhor aproveitados por uma só empresa que por várias.
79. Introdução de uma nova tecnologia. A introdução de uma nova tecnologia pode implicar diferentes formas de geração de eficiências. Por exemplo, tornar viável o lançamento de um novo produto (introdução de uma nova tecnologia de produto) pode ser considerado um incremento de eficiência específico da concentração. Igualmente, tornar viável a introdução de tecnologias de produção com maiores níveis de produtividade, e que requerem escalas mínimas mais elevadas, pode ser considerado um incremento de eficiência econômica específico da concentração.
80. Também pode ser considerada melhoria tecnológica específica à concentração, a aquisição de uma empresa que envolva a substituição de uma equipe de administradores ineficazes por outra capaz de viabilizar o aumento da produtividade nesta empresa.
81. Externalidades. As externalidades são efeitos sobre uma terceira parte, derivadas de uma transação econômica, sobre a qual essa terceira parte não tem controle. As externalidades positivas aumentam o bem-estar dessa terceira parte (por exemplo, reduzindo os custos de produção), enquanto externalidades negativas reduzem o bem-estar (por exemplo, aumentando os custos de produção). A geração de externalidades positivas, a eliminação de externalidades negativas e a apropriação de externalidades podem ser consideradas eficiências específicas da concentração.
82. A apropriação de externalidades positivas aumenta a eficiência dos mercados. São exemplos de efeitos deste tipo:

- (a) a apropriação de *spill-overs* tecnológicos;
- (b) a racionalização da oferta em setores caracterizados por problemas de excesso de capacidade instalada; e
- (c) a disponibilização de mais e melhores informações para os consumidores, de modo a subsidiar o processo de tomada de decisões.

83. Ainda que as externalidades negativas sejam bastante freqüentes, é importante considerar que diferentes opções de políticas públicas estão disponíveis para tratar do tema e que, portanto, a autorização de uma fusão não necessariamente é a melhor forma de eliminá-las do ponto de vista do bem-estar econômico. Por isso, ao considerar o argumento de que a eliminação de externalidades negativas é um incremento de eficiência específica da concentração, a SEAE e a SDE estarão particularmente atentas à possibilidade de obter o mesmo efeito por meio de outras políticas públicas. Somente nos casos em que não existam medidas de políticas públicas alternativas para tratar o tema se considerará que a eliminação de externalidades negativas é um incremento de eficiência específico da concentração.
84. Poder de mercado compensatório. Se o aumento da capacidade de exercício de poder de mercado da empresa concentrada contribuir para reduzir a capacidade de exercício de poder de mercado no mercado de insumos (deslocando, por exemplo, os preços dos insumos, que antes da concentração estivessem distorcidos, até seus níveis competitivos), a SEAE e a SDE considerarão este evento uma eficiência específica do ato.

Etapa V: Avaliação do Efeito do Ato sobre a Eficiência Econômica

85. Para que um ato que implique controle de parcela substancial de mercado (Etapa II) em um mercado em que existam condições de exercício de poder de mercado (Etapa III) seja aprovado com base nas eficiências que gera (Etapa IV), é necessário que o efeito líquido da operação sobre o bem-estar econômico da sociedade seja não-negativo, e que sejam observados os limites estritamente necessários para atingir os objetivos visados (art. 54, §1º, IV).
86. A SEAE e a SDE procurarão basear sua avaliação sobre os efeitos líquidos do ato de concentração em estimações quantitativas, quando estas forem disponíveis ou factíveis, dentro dos limites de recursos próprios à execução de suas atribuições legais. Quando estimações quantitativas não forem disponíveis ou não forem factíveis, as Secretarias apresentarão suas conclusões com base em uma avaliação qualitativa desses efeitos.
87. A lei de defesa da concorrência estabelece como requisito formal de aprovação dos atos de concentração que os benefícios decorrentes sejam “distribuídos eqüitativamente” entre os seus participantes, de um lado, e os consumidores ou usuários finais, de outro (art. 54, §1º, II). Mesmo nos casos em que os órgãos de defesa da concorrência reputarem a operação “necessária por motivo preponderante da economia nacional e do bem comum”, veda o legislador a aprovação do ato caso se verifique a possibilidade de “prejuízo” ao consumidor ou usuário final (art. 54, §2º). Portanto, nesses casos em particular, as Secretarias procurarão analisar se os efeitos da operação se revertem em benefício do consumidor em período de tempo razoável.
88. Recomendações. Tendo em vista que o papel da política antitruste não é controlar ou intervir discricionariamente em estruturas de mercado existentes, mas garantir condições para seu livre funcionamento e para a livre iniciativa dos agentes econômicos e que o papel do controle de concentrações é avaliar os efeitos econômicos da operação, impedindo a

consecução dos atos que gerem prejuízos à eficiência econômica e/ou ao bem-estar social, a SEAE e a SDE poderão fazer três tipos de recomendações:

- a) aprovar um ato, quando este não diminuir o bem-estar do consumidor e a eficiência econômica;
- b) aprovar um ato com restrições, impedindo que este diminua o bem-estar do consumidor ou a eficiência econômica e
- c) reprovando um ato, quando a alternativa anterior não for possível;

89. Medidas Estruturais. Nos casos em que seja sugerida a aprovação do ato com restrições (alternativa "b"), as recomendações da SEAE e da SDE buscarão "preferencialmente", criando condições para a consolidação de um ambiente competitivo, adotar medidas estruturais nos mercados envolvidos.

90. Medidas estruturais são aquelas que visam restabelecer a dinâmica concorrencial nos mercados relevantes definidos, eliminando a necessidade de controles futuros. São exemplos deste tipo de medida a alienação de ativos de empresas, tais como a venda de marcas ou de fábricas e a quebra de patentes.

91. Quando as restrições envolverem a alienação de ativos das empresas, as recomendações da SEAE e da SDE, a fim de surtirem o efeito desejado, devem conter, entre outras, as seguintes características:

- a) envolver a alienação de todos os ativos relacionados a um determinado negócio, de sorte a garantir sua viabilidade econômica;

- b) estabelecer o menor prazo possível para que as requerentes cumpram com a obrigação de alienação; e

- c) evitar que a aquisição seja feita por empresas (ou pessoas) que não sejam (ou que não tenham condições de se tornarem) competidores efetivos nos mercados relevantes onde houve a redução da concorrência.

92. Na elaboração e aplicação de recomendações de cunho não-estrutural, deve-se buscar que as cláusulas propostas gerem efetivamente ganhos de eficiência que não seriam obtidos caso as cláusulas não fossem estipuladas. Ademais, é importante atentar para alguns cuidados fundamentais:

- a) a análise antitruste se baseia nas condições de concorrência efetivamente vigentes e não em hipóteses sobre padrões futuros de competição. Neste sentido, é importante evitar alusão a condutas anticompetitivas, cuja condenação já esteja estipulada em lei;

- b) as cláusulas de compromisso implicam custos de monitoramento a serem considerados. Portanto, devem ser elaboradas de forma clara e pontual, evitando-se custos excessivos para a autoridade e interferências desnecessárias nas estratégias das empresas.



**Ministério da Fazenda
Ministério da Justiça**

Brasília, fevereiro de 2002.

Tratamento Sumário de Atos de Concentração

I. Introdução

1. O presente texto descreve o procedimento simplificado que a Secretaria de Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda-Seae e a Secretaria de Direito Econômico do Ministério da Justiça-SDE seguirão para tratar dos atos de concentração que não tenham potencial de gerar problemas à concorrência. A experiência adquirida por estas Secretarias, com a aplicação do Guia para Análise Econômica de Atos de Concentração, revela que, na ausência de circunstâncias especiais, certas categorias de atos de concentração notificados não geram condições para o exercício do poder de mercado, não sendo, portanto, objeto de preocupação do ponto de vista concorrencial.

2. O estabelecimento do tratamento sumário para atos de concentração busca racionalizar o trabalho da Seae e da SDE no que se refere à defesa da concorrência, mediante a separação entre casos bastante simples e casos que merecem maior atenção. O resultado esperado é a redução do tempo de tramitação dos casos que não oferecem preocupações do ponto de vista concorrencial, pela simplificação dos procedimentos, e uma maior alocação de tempo aos casos mais complexos. Paralelamente, a adoção do tratamento sumário permitirá que as Secretarias tenham uma atuação mais centrada no combate à cartelização, infração com o maior potencial lesivo aos consumidores.

3. O tratamento sumário é uma **discrecionariedade** das Secretarias, podendo a Seae e a SDE, a qualquer tempo e em qualquer situação, utilizarem ou retomarem o procedimento regular de análise, caso considerem conveniente.

4. A experiência das Secretarias demonstra que um dos principais fatores que atrasam a análise dos casos apresentados é a dificuldade de obtenção das informações necessárias, devido ao preenchimento incompleto ou incorreto do questionário de notificação (Anexo I da Resolução 15 do Cade), tornando necessária a expedição de um ou vários ofícios de solicitação de informações adicionais. **Casos que suscitem dúvidas quanto a sua perfeita caracterização não serão elegíveis para a aplicação do procedimento sumário.**

5. Desse modo, para a aplicação do procedimento em referência, é **imprescindível o correto e completo preenchimento do Anexo I da Resolução 15 do Cade.**

II. Categorias de operação elegíveis à aplicação do procedimento sumário

6. O procedimento sumário poderá ser aplicado, a critério das Secretarias, às seguintes categorias de operação:

a) **Franquias:** operações envolvendo a compra de franquias por seus franqueadores, desde que não haja alteração do controle das decisões mercadologicamente relevantes. Decisões mercadologicamente relevantes são aquelas que têm impacto direto sobre os níveis de produção, vendas, investimento em tecnologia, pesquisa e desenvolvimento;

b) **Joint-ventures clássicas ou cooperativas:** casos de associação de 2 ou mais empresas separadas para a formação de nova empresa, sob controle comum, que visa única e exclusivamente a participação em um novo mercado cujos produtos/serviços não estejam horizontal ou verticalmente relacionados;

c) **Reestruturações societárias no mesmo grupo sem alteração de controle:** as reestruturações societárias efetuadas dentro de um mesmo grupo econômico, de fato ou de direito, desde que não se verifique alteração do controle das decisões mercadologicamente relevantes;

d) **Entrada no Brasil:** aquisição do controle acionário de empresa localizada no território nacional, desde que a(s) empresa(s) adquirente(s) ou o(s) grupo(s) adquirente(s) não exerça(m) atividades no território brasileiro ou tais atividades sejam mínimas;

e) **Aquisição de empresas fora do país:** aquisição, por duas ou mais empresas, do controle acionário de uma empresa comum, desde que esta não exerça quaisquer atividades no território nacional ou quando tais atividades forem mínimas;

f) **Substituição de agente econômico:** as situações em que a empresa adquirente ou seu grupo não participava, antes do ato, do mercado envolvido, ou dos mercados verticalmente relacionados e, tampouco, de outros mercados no qual atuava a adquirida ou seu grupo;

g) **Baixa Participação de mercado:** as situações em que a operação gerar o controle de parcela de mercado indubitavelmente baixa, de forma a não deixar dúvidas quanto à irrelevância da operação do ponto de vista concorrencial;

h) **Substituição de agente econômico em que a participação nos mercados verticalmente relacionados seja baixa:** as situações em que a empresa adquirente ou seu grupo não participavam, antes do ato, do mercado envolvido, e em que a participação nos mercados verticalmente relacionados seja indubitavelmente insignificante;

i) **Outros casos não abrangidos por esse documento:** casos que, apesar de não abrangidos por esse documento, forem considerados simples o suficiente pelas unidades das Secretarias a ponto de não merecerem uma análise mais aprofundada. Salienta-se que a tal previsão foi feita de forma que, ao longo do tempo, a lista de casos elegíveis possa, com a experiência prática das Secretarias, ser ampliada. No entanto, a utilização de tal item será feita com extrema cautela e de forma **excepcional**, sendo a regra a utilização do procedimento sumário apenas nos casos mencionados anteriormente.

Possíveis Exceções

7. Casos que, apesar de abrangidos pelas categorias acima definidas, puderem levantar dúvidas quanto à existência de problemas concorrenciais, justificarão um exame mais aprofundado, mediante a adoção dos procedimentos normais. São exemplos desses casos:

8. **Conglomerações.** Certos tipos de operação que não impliquem concentração horizontal ou vertical nos mercados envolvidos, mas que podem reforçar o poder de mercado das partes, por exemplo, ao combinarem recursos tecnológicos, financeiros ou outros.

9. **Mercados novos ou pouco desenvolvidos.** Em mercados novos ou pouco desenvolvidos podem existir dúvidas quanto aos efeitos da operação.

10. **Reestruturações societárias.** Determinadas reestruturações societárias, mesmo sem alteração de controle, também podem não se prestar ao tratamento sumário, já que do ponto de vista antitruste não há necessária correspondência entre o mero controle acionário (dado indiciário) e a efetiva definição do controle de uma empresa. A autoridade antitruste está antes preocupada com a estrutura dos mercados e com a necessidade de identificar focos de controle na empresa, utilizando para isso os conceitos fundamentais de **influência dominante**¹ ou **influência relevante**². A preocupação, nestes casos, estará sempre centrada na presunção de que as decisões mercadologicamente relevantes de uma empresa possam ser influenciadas (ainda que não determinadas) por outra, induzindo a **cooperação** entre ambas. Dessa forma, serão analisadas possíveis alterações nos focos de controle internos e externos das empresas adquiridas.

11. **Alguns casos de Entrada no Brasil.** Determinados casos de entrada no país, quando a soma do faturamento das empresas pertencentes ao grupo adquirente no Brasil for pouco expressivo, mas tal faturamento significar o controle de parte substancial do mercado envolvido.

12. **Alguns casos de Aquisição de empresas fora do país.** Nesse tipo de operação podem estar envolvidos aspectos importantes de concorrência potencial.

8. 13. Operações de concentração realizadas em mercados caracterizados pela existência de elevadas barreiras à entrada, elevado grau de concentração ou outros problemas de concorrência podem igualmente não ser abrangidos pelo procedimento simplificado.

¹ Considera-se que uma empresa exerce influência dominante sobre outra, designada por "dependente", quando é capaz de determinar decisões mercadologicamente relevantes desta última, seja em consequência da propriedade, da participação financeira ou das regras que a regem (acordos de acionistas, etc), constituindo-se assim como um foco de influência interno.

² Considera-se que uma empresa exerce influência relevante sobre outra quando tem algum grau de influência nas decisões mercadologicamente relevantes desta última, por força de alguma circunstância que a faça constituir-se como um foco de influência externo.

III . Contatos Prévios à Notificação

14. A experiência demonstra que as empresas consideram benéficos os contatos para esclarecimento de dúvidas quanto às informações que devem ser disponibilizadas e quanto ao preenchimento do questionário de notificação. Estes contatos permitem que as empresas requerentes prestem informações completas, já de início, possibilitando uma análise célere por parte das Secretarias.

15. Nesse sentido, a Seae procurará disponibilizar atendimento às empresas e/ou aos escritórios de advocacia a fim de sanar dúvidas eventualmente existentes.

Anexo 2 – Estrutura Ótima de Capital

A estrutura de capital da empresa depende do equilíbrio entre os riscos e benefício dos empréstimos para minimizar o custo médio ponderado de capital. A dificuldade na determinação de uma estrutura de capital adequada resulta do seu inter-relacionamento com as outras variáveis de decisão financeira – risco, retorno e valor.

O valor máximo da empresa é obtido quando seu custo de capital é mínimo:

$$V = \frac{LAJIR \times (1 - T)}{k_a}$$

onde :

V = Valor da empresa

T = alíquota do imposto de renda

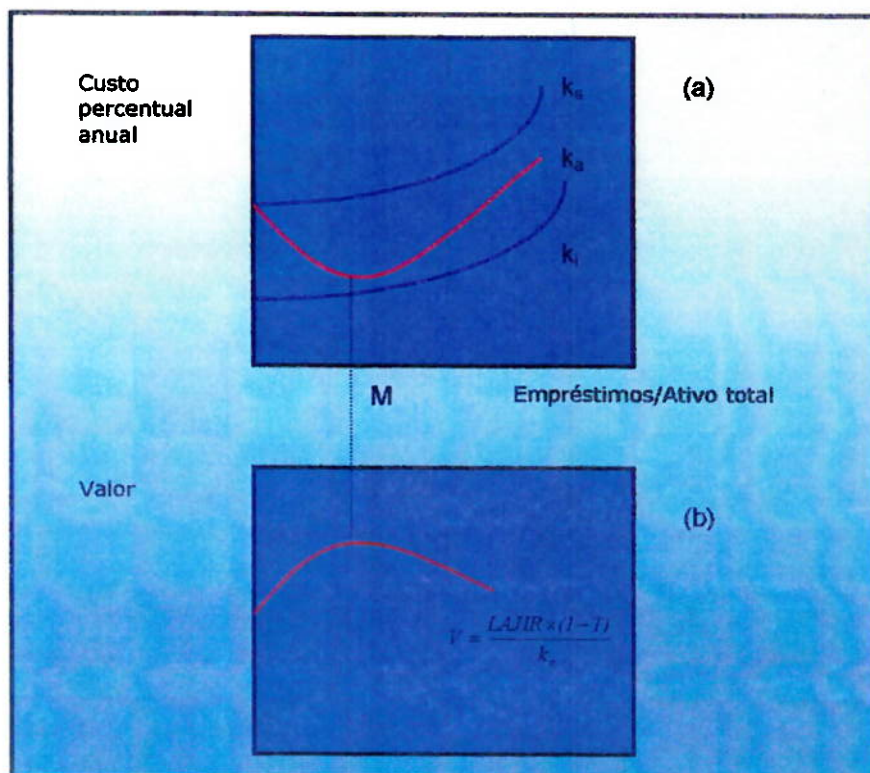
k_a = custo do capital

$LAJIR$ = Lucro Antes dos Juros e do Imposto de Renda

No gráfico (a) abaixo são plotadas três curvas: o custo de empréstimo depois dos impostos – k_i , o custo do capital próprio – k_s e o custo médio ponderado – k_a . O custo do empréstimo é mais baixo porque os juros são dedutíveis do imposto de renda, entretanto ele cresce lentamente a medida que o grau de alavancagem da empresa aumenta. O custo do capital próprio, por sua vez, cresce mais rapidamente com o grau de alavancagem porque com o aumento risco os acionistas passam a exigir um retorno maior. O custo médio ponderado de capital é resultado da associação das do capital próprio com o capital de terceiros. Quando a empresa adota um índice de endividamento zero o custo de capital é igual ao custo do capital próprio. A medida que o capital próprio é substituído por empréstimos, o custo médio do capital declina já que o custo do empréstimo é menor. Em determinado ponto, com o aumento do grau de alavancagem os custos do capital próprio e do empréstimo passam a crescer, resultando na elevação do custo médio ponderado de capital. Uma vez que o valor da empresa é maximizado ao mínimo custo de capital, a estrutura ótima de capital é obtida no ponto M do gráfico.

Determinação Gráfica da Estrutura Ótima de Capital

Alavancagem Financeira



Adaptado de Gitman 1997

Na prática, não existe uma fórmula que determine a estrutura ótima representada na figura acima. Como não é possível determinar o ponto M exato do gráfico, e o ambiente dinâmico com retenção de lucros e obtenção de novos financiamentos mude constantemente a situação da empresa, as companhias acabam operando em um intervalo próximo ao valor ótimo do custo de capital.