1199100815

38

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS PARA COMPRA E VENDA,

FUSÕES E INCORPORAÇÕES

BANCA EXAMINADORA:

ORIENTADOR PROF. DR. JOÃO CARLOS HOPP

PROF. DR. FERNANDO DE SOUZA MEIRELLES

PROF. FRANCISCO SYLVIO DE OLIVEIRA MAZZUCCA

EAESP - FGV
SECRETARIA ESCOLAR DOS CPG
RECEBIDO
21/02/90
Por Protoc. 639/90

ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

DA

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS

JAPIR DE MELLO JUNIOR

# AVALIAÇÃO DE EMPRESAS PARA COMPRA E VENDA, FUSÕES E INCORPORAÇÕES

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado da EAESP/FGV.

Área de Concentração: Administração Contábil e Financeira, como requisito para obtenção de título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. João Carlos Hopp

SÃO PAULO

1990

Fundação Getulio Vargas
Escola de Administração de Empresas de São Paulo
Biblioteca

815/91

1199100815

MELLO JR., Japir - Avaliação de empresas para compra e venda, fusões e incorporações, São Paulo, EAESP/FGV, 1990, 139 p. (Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Mestrado da EAESP/FGV, Área de Concentração: Finanças).

Resumo: trata das etapas a serem seguidas em um processo de aquisição de uma linha de produtos ou de uma empresa em sua plena atividade, levando em conta as oportunidades futuras a serem exploradas. Destaca o trabalho feito por equipe da empresa adquirente ou por equipe externa. Mostra os modelos financeiros para determinar o valor da aquisição.

Palavras-chaves: adquirente - adquirida-aquisição - composto produto/mercado - sinergia - fluxo de caixa, etc.

Ana Lúcia

Escola de Administração de Empresas de São Paulo

| Data | N.o de Chamada |
|---|---|
| 14.11 | 334.72 M527a Ex. e.2 |
| N.o Volume | Registrado por |
| 815/91 | JCR |

657.92 : 334.72 : 658.7/.8

# A G R A D E C I M E N T O S

Desejo expressar meus agradecimentos a várias pessoas que participaram, suportaram e acompanharam a elaboração desta dissertação.

Assim, agradeço ao Prof. Dr. JOÃO CARLOS HOPP, meu orientador, por sua "finesse" de tratamento durante o curso de Mestrado. Também pelo seu apoio, interesse e estímulo para que esta dissertação fosse concluida. Suas observações e orientações me permitiram ir de encontro aos temas deste trabalho, fazendo com que ele se tornasse objetivo.

Agradeço ao Prof. FRANCISCO SYLVIO DE OLIVEIRA MAZZUCCA, pelas oportunidades que criou para que eu desse vários cursos em empresas, na área financeira, que muito contribuiram para o meu adestramento.

Agradeço ao Sr. MAX EBERHARDT, empresário com grande participação social, pelo suporte recebido, ao criar-me a oportunidade de conciliar o tempo dedicado ao curso de Mestrado na EAESP/FGV e o de trabalho em sua empresa.

À minha esposa LILIAN JOYCE, agradeço pelo esforço de compreender a minha decisão de fazer o curso de Mestrado e esta dissertação, os quais tiraram muitas horas de nosso convívio e lazer.

Aos meus filhos CARLOS EDUARDO, NANCY e JOSÉ ROBERTO, e minha nora VÂNIA, quero agradecer pelo entendimento que terão de minha busca para completar o ditado chinês, que diz que " a felicidade se completa quando o homem planta uma árvore, tem um filho e escreve um livro".

# Í__N__D__I__C__E


CAP. 1 - INTRODUÇÃO ..... 1

CAP. 2 - RETROSPECTO DAS ATIVIDADES DE COMPRA E VENDA DE EMPRESAS ..... 6
. Caracterização das operações ..... 8
. As aquisições nos Estados Unidos ..... 9
. Preços pagos pelas empresas ..... 13
. Negócios com boas perspectivas futuras 14
. A década de 80 ..... 15
. Aquisições no mercado brasileiro ..... 17

CAP. 3 - TIPOS DE AQUISIÇÕES ..... 21
. Conceito básico ..... 21
. Tratamento contábil das aquisições ... 23
. Ofertas "tender" de compra de ações .. 24

CAP. 4 - AQUISIÇÃO DE UMA EMPRESA VERSUS SUA EXPANSÃO INTERNA ..... 28
. Componentes do vetor de crescimento .. 29
. Razões que levam as empresas à diversificação ..... 30
. Desenvolvimento interno versus aquisição ..... 34
. Avaliações objetivas nas aquisições versus desenvolvimento interno ..... 35
. Teoria do Investimento de Capital .... 36

CAP. 5 - ESTRATÉGIAS UTILIZADAS EM AQUISIÇÕES ... 38
. Decisão estratégica ..... 38
. Motivos para aquisições ..... 39
. Tipos de crescimento por aquisições .. 41
. Elementos estratégicos de uma aquisição ..... 43
. Sinergia ..... 44
. Medição dos efeitos sinergísticos .... 48
. Ligação entre pontos fortes e fracos com a sinergia ..... 49

CAP. 6 - IDENTIFICAÇÃO E SELEÇÃO DE COMPANHIAS A SEREM ADQUIRIDAS ..... 52
. Identificação de companhias candidatas 52
. Segunda etapa de trabalho da equipe .. 59

CAP. 7 - PROCESSO DE AQUISIÇÃO OU VENDA DE UMA EMPRESA ..... 62
. Introdução ..... 62
. Características da empresa vendedora . 63
. Características da empresa adquirente 65
. Roteiro para os contáatos ..... 67
. Início dos contátos ..... 68
. Entrevista inicial ..... 69

. Decisão sobre as candidatas ..... 71
. Carta de intenção ..... 74
. Negociação do preço ..... 76
. Forma de pagamento ..... 77
. Assinatura do contrato ..... 78
. Início das operações conjuntas ..... 79
. Acompanhamento periódico dos resultados 81

CAP. 8 - CORRETORES E CONSULTORES PARA AQUISIÇÕES 83
. Conceito de intermediário ..... 84
. Remuneração do intermediário ..... 86
. Responsabilidade do pagamento da comissão ..... 87
. Carta de compromisso ..... 88

CAP. 9 - DETERMINAÇÃO DO VALOR DA EMPRESA ..... 91
. Introdução ..... 91
. Valor de uma empresa ..... 92
. Avaliação objetiva ..... 93
. Avaliação subjetiva ..... 95
. Cenários para as projeções ..... 97
. Fluxo de caixa ..... 97
. Cálculo da taxa de desconto dos fluxos de caixa ..... 98
. Cálculo do valor residual da adquirida 100
. Valor máximo a ser pago pela candidata 101
. Exemplo do cálculo do preço de uma aquisição ..... 101
. Preço de pequenas empresas ..... 106

CAP. 10 - AS AQUISIÇÕES PERANTE A LEI 6.404, DE 15.12.76 - LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS 108

CAP. 11 - AQUISIÇÕES BEM OU MAL SUCEDIDAS ..... 113
. Pontos críticos em uma aquisição ..... 113
. Objetivo estratégico ..... 114
. Melhor performance financeira ..... 115
. Harmonia entre funcionários ..... 116
. Conhecimento do negócio ..... 117
. Saúde do negócio ..... 118
. Plano de integração ..... 120
. Gerência motivada ..... 121
. Profunda avaliação dos dados disponíveis ..... 122
. Projeções realistas ..... 123
. Sorte ..... 124

CAP. 12 - VENDENDO O SEU NEGÓCIO ..... 126
. Motivo da venda ..... 126
. Utilização de intermediário ..... 127
. Valor da venda ..... 128
. Preparação dos dados ..... 129
. Divulgação da venda ..... 131
. Seleção e definição dos candidatos ... 131

. Carta de intenção ..... 132
. Conclusão do negócio ..... 132

CAP. 13 - **CONCLUSÕES** ..... 134

## CAP. 1 - INTRODUÇÃO

A evolução dos negócios no mundo empresarial tem levado várias empresas a avaliarem suas condições de desenvolvimento futuro não só em função dos produtos que possuem e dos mercados de que participam, mas também das oportunidades que as rodeiam como uma forma de lhes garantir constante crescimento e fortalecimento de suas atividades.

No geral, isto tem levado as empresas a praticarem a compra de outras empresas com mesma atividade ou com produtos e mercados até então novos. Outras vezes, a venderem unidades que possuiam e que deixaram de ser atrativas em função de seus resultados. Ou então, venderem unidades que passaram a exigir uma dedicação maior que as outras, em termos de administração, pesquisa ou desenvolvimento tecnológico.

Os motivos básicos que regem as decisões de uma aquisição, venda, fusão ou incorporação, são entre outros:

- uma avaliação de que os seus objetivos de expansão já não podem mais ser atingidos dentro do composto de produtos e mercados em que atua, por razões tais como:
  - saturação do mercado para seus produtos atuais
  - um declinio geral na procura por produtos de boa representatividade no "mix" de vendas
  - continuada pressão por parte dos concorrentes
  - obsolescência da linha de produtos, por desvios de hábitos dos compradores ou inovações tecnoló-

gicas

- queda na taxa de retorno dos reinvestimentos planejados

- quando os fundos retidos, na forma de caixa líquida, superam o volume exigido para as suas atividades normais e as oportunidades de alteração de sua estrutura corrente prometem rentabilidade superior à que vem obtendo.

Quando a empresa tem consciência destes parâmetros, ela já visualizou pelo menos uma das vantagens a seguir:

- aumento de sua rentabilidade e flexibilidade operacional
- melhor perspectiva de lucros para seus acionistas
- obtenção de maior sinergia operacional
- acesso facilitado ao mercado de capitais para captações que se fizerem necessárias
- lucros mais estáveis
- maior capacidade de sobrevivência em condições anormais

Independente de se tratar de uma operação de compra ou venda, fusão ou incorporação, todas elas requerem uma avaliação da empresa a ser envolvida, como forma justa de recompensar aos seus proprietários na transação verificada.

Há vários métodos para se determinar o valor de uma empresa e que são classicamente consagrados pela área financeira e que são:

. valor patrimonial

. valor de mercado

. valor presente de lucros futuros

Estes métodos são regidos pelo preenchimento de requisitos que se desenvolvem em ordem sistemática, até se chegar ao valor final da empresa. Eles não levam em consideração de que há fatores subjetivos que influenciam o processo de avaliação, muitas vezes de ordem pessoal, e que apresentam dificuldades para se medí-los, mas que são marcantes e decisórios.

A literatura financeira mostra claramente a avaliação pelo modelo patrimonial, bem como o modelo de valor de mercado, que é aquele obtido pelo produto do número de suas ações pelo seu valor em bolsa, naquele determinado momento. No entanto, a sua aplicação encontra muitas restrições, por desprezar as potencialidades existentes a serem exploradas.

Prefere-se por isto, a utilização do modelo do valor presente de seus lucros futuros. Teremos neste caso que projetar as receitas e custos futuros, por um período varável de 5 a 10 anos, em função da conjuntura do momento, adotando-se uma moeda estável, para medir adequadamente os resultados, sem as distorções comuns provocadas pela inflação. Esses resultados serão transformados em fluxos de caixa futuros, com os devidos acertos referentes às depreciações. Adotada uma taxa de desconto compatível com o momento, seja o custo de capital da companhia adquirente ou a taxa normal que o mercado trabalha, obter-se-á o valor presente desses fluxos de caixa, que será o indicativo do valor da empresa a ser adquirida.

Há falta de informações de como, na verdade, as empresas desenvolvem a sua metodologia para avaliarem uma determinada oportunidade de compra ou venda e como chegam à conclusão de qual é o valor ótimo que conduzirá à concretização da transação anteriormente prevista. Como este é um assunto tratado com confidencialidade, ele não chega a ser conhecido e assim fica-se desprovido de fontes para se estabelecer um roteiro de avaliação que permita ser uma base bastante proveitosa para a sua divulgação, que será complementada com as particularidades que cada transação venha a requerer.

A atividade de compra ou venda de empresas já posibilitou a formação de escritórios de consultoria brokers) com atuação bastante discreta quanto às informações, mas muito ativas nas transações, que se elevaram a cerca de US$15 bilhões de dólares, em 1986, nos Estados Unidos, por parte de empresas investidoras da Europa, e já se desenvolvendo também no Brasil.

Avaliações realizadas por pesquisadores sobre estas atividades levaram à conclusão de que uma aquisição bem sucedida se fará através dos acontecimentos a seguir:

- a identificação adequada de duas companhias, cujos objetivos se completem, em termos das oportunidades procuradas; de um lado, a empresa que está sendo vendida, procurará se mostrar com bom desempenho, bem organizada, com boa linha de produtos e penetração no mercado que atua e, por tudo isto, se achará bem valorizada, agindo mais pelo lado emocional; de outro lado, a empresa que está comprando, agirá dentro do seu plano estratégico de expansão, quando con-

cluiu que uma aquisição agilizará o atingimento de seus objetivos, e o fará de forma racional, procurando avaliar todos os pontos da empresa a ser adquirida;

- a existência de sinergia, fazendo com que os resultados operacionais sejam superiores àqueles que seriam obtidos com as companhias trabalhando separadamente, tirando assim, proveito de suas vantagens competitivas agregadas;
- uma política de integração de pessoal e de métodos de trabalho, para a empresa adquirida, de tal forma elaborada e bem divulgada, que permitirá fácil adaptação, sem traumas, e que as operações se façam de forma mais próxima possível da maneira de atuar da companhia compradora. A inexistência de insatisfações do pessoal de nível executivo e gerencial da companhia adquirida, bem como a tranquilidade quanto a permanência no trabalho do pessoal que executa as demais operações, será fundamental para o êxito inicial da operação de integração na nova forma de trabalho;
- a determinação do preço acordado entre as partes envolvidas, levando-se em conta toda a emotividade do vendedor e a racionalidade do comprador.

Todas as outras partes têm caráter técnico, que podem ser apresentadas em maior ou menor profundidade, antecedendo a formalização do negócio de compra ou venda. Mesmo os primeiros contátos realizados entre as partes, que é quando iniciam uma familiarização de entendimentos, e procuram ir diminuindo as desconfianças e restrições, não são tão importantes, como os quatro pontos aqui destacados.

## CAP. 2 - RETROSPECTO DAS ATIVIDADES DE COMPRA E VENDA DE EMPRESAS

Operações de compra e venda de empresas fazem parte das alternativas de decisões contidas nos planos de desenvolvimento dessas mesmas empresas. Em determinados momentos e sob certas condições de ordem econômica, comprar uma outra empresa é uma estratégia viável quando se está planejando ganhar tempo, na comparação com o desenvolvimento de suas próprias oportunidades internas.

Naturalmente, é necessário destacar que a tendência para a compra de outra empresa, será sentida em maior ou menor grau de intensidade pelas empresas adquirentes, em função de seus próprios objetivos futuros e o leque de oportunidades para o seu rápido crescimento.

O que se pode observar é que, nos dias de hoje, a compra ou venda de empresas é encarada com naturalidade e não é descartada, toda a vez que as companhias avaliam o seu futuro.

Os Estados Unidos têm sido o cenário mais adequado para se fazer um balanço retrospectivo desta atividade, pois foi lá que as aquisições foram marcantes e que serviram de modelo para a avaliação do resultado destas decisões.

A partir da década de 80, observa-se grande movimentação entre alguns paises europeus e, principalmente o Japão, investindo em aquisições de outras empresas, em seus próprios países ou saindo de suas fronteiras.

No Brasil já se registram vários casos de aquisições, que serão oportunamente relatados, como consequência da aplicação

desta atividade na seleção de oportunidades de rápido crescimento, bem como devido à especial situação econômica em que nos encontramos, onde o excesso de liquidez de algumas empresas leva à aplicação desses valores em patrimônios de outras empresas, que mostram boas perspectivas de seus negócios futuros.

Nos Estados Unidos, é possível destacar pelo menos, três fases relacionadas com aquisição de empresas:

- 1895/1905 - fusões horizontais, entre grandes e pequenas empresas. Ex.: U S Steel, Dupont, etc.;
- 1920/1929 - fusões verticais e a formação dos grupos de companhias de serviços, como energia, água, etc. No final desta década, esta atividade foi bastante prejudicada pela crise da Bolsa de N Y, em 1929, e a consequente depressão econômica nos Estados Unidos, que acabou extrapolando suas fronteiras e afetando outros paises que com eles mantinham relações econômicas;
- 1960/1969 - esta década se caracterizou por ser a mais ativa neste tipo de transações de compra e venda de empresas. Estima-se que, só em 1969, ocorreram 6.100 trasações de compra e venda de empresas. Ela começou a se movimentar após o término da segunda Grande Guerra, a partir de 1945, quando o mercado americano se tornou ávido por produtos de consumo, após um período de grandes restrições, onde a prioridade eram os produtos bélicos. O aparecimento da concorrência entre as empresas, para suprirem essa nova

e explosiva demanda de produtos de consumo, fez com que elas se orientassem para aquisições, como a solução mais rápida para garantirem o seu crescimento e maior participação de mercado. Assim, no período de 1950 a 1960, as empresas americanas buscaram a sua diversificação nas aquisições e propiciaram com isso, a formação dos primeiros conglomerados industriais e comerciais.

CARACTERIZAÇÃO DAS OPERAÇÕES

O interessante a se destacar nestes três períodos, é exatamente a caracterização das operações de compra e venda em que se envolveram as empresas americanas:

. no primeiro estágio, tivemos as fusões horizontais, na busca do aproveitamento das oportunidades oferecidas ao crescimento do composto produto/mercado;

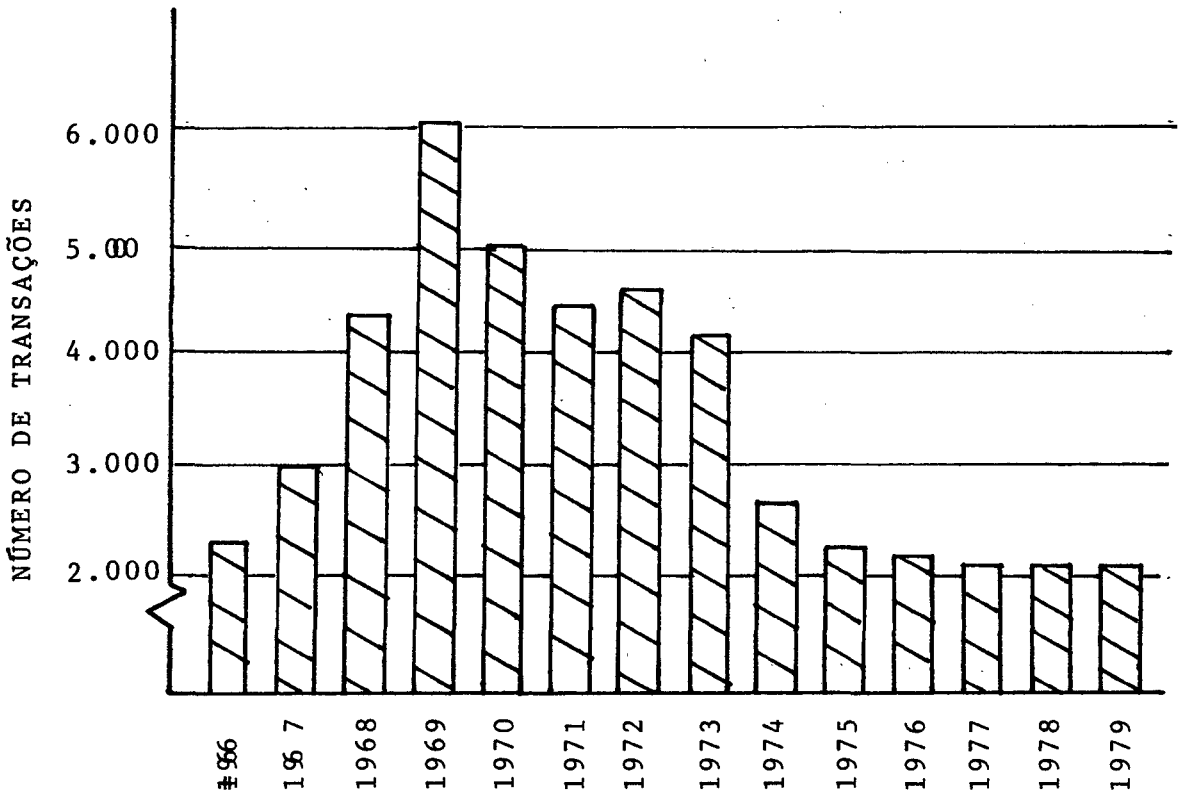
. no segundo estágio, tivemos a integração vertical de várias empresas industriais, objetivando assegurar as suas fontes básicas de matérias-primas, até os canais de distribuição junto aos seus clientes finais;

. e, o último estágio, o mais ativo, levou ao fortalecimento das empresas no mercado americano e, também, a visualizar a sua expansão para outros paises, criando assim as chamadas companhias multinacionais, com subsidiárias no exterior, que viriam a ser, posteriormente, pontos de intermediação na obtenção de matérias primas mais baratas e escoamento de seus produtos exportáveis.

## AS AQUISIÇÕES NOS ESTADOS UNIDOS

Com base nas estatísticas obtidas por W.T. Grimm a respeito da atividade de aquisições de empresas nos Estados Unidos, podemos tirar algumas conclusões bastante interessantes.

O quadro a seguir apresenta dados do período 1966 a 1979.




FONTE: W.T. GRIMM & CO. - CHICAGO

NÚMERO DE AQUISIÇÕES E FUSÕES NOS ESTADOS UNIDOS, NO PERÍODO 1966-1979

Em termos de números de transações, o ano de 1969 apresentou o mais elevado, com 6.100, e com o valor de US$24 bilhões.

A partir de 1970, começa a declinar o número de aquisições, até 1974; e de 1975 a 1979, notamos uma estabilidade no número de aquisições.

No entanto, do ponto de vista de valores, o mercado americano alterou o seu conceito, pois em 1979, com apenas 2.128 aquisições, o valor estimado foi de US$44 bilhões.

Também sob o aspecto do tamanho das empresas envolvidas nas aquisições, houve alteração estrutural. Vejamos as conclusões que podem ser tiradas do quadro a seguir:

VALORES PAGOS POR AQUISIÇÕES NO ANO DE 1979

| PREÇOS | NÚMERO DE TRANSAÇÕES | % |
|---|---|---|
| US$1MM OU MENOS | 192 | 9 |
| US$1.1 A US$ 2.0MM | 170 | 8 |
| US$2.1 A US$ 3.0MM | 192 | 9 |
| US$3.1 A US$ 4.0MM | 150 | 7 |
| US$4.1 A US$ 5.0MM | 128 | 6 |
| US$5.1 A US$ 7.0MM | 192 | 9 |
| US$7.1 A US$15.0MM | 404 | 19 |
| ACIMA DE US$15.0MM | 700 | 33 |
| TOTAL | 2.128 | 100 |

FONTE: W.T. GRIMM & CO. - CHICAGO

Enquanto em 1969, as aquisições predominantes foram de pequenas empresas, já em 1979, grandes empresas foram adquiridas por outras ainda maiores, levando a sua participação em US$ a ser majoritária sobre as pequenas empresas.

Aqui, o conceito é de que uma empresa é grande quando seu valor de aquisição superou US$7 MM.

Em 1969, o valor médio de uma aquisição foi de US$4MM, enquanto em 1979, foi de US$20MM.

No período 1968/1979, várias companhias americanas de porte se destacaram por suas atividades em aquisições, sendo entre elas:

| ADQUIRENTE | ADQUIRIDA |
|---|---|
| . General Electric | Utah Intl. |
| . Mobil Oil | Marcon Inc. |
| . RCA | C I T Financial |
| . Xerox | Scientific Data Syst |

Também companhias estrangeiras participaram desta atividade, comprando companhias americanas:

| ADQUIRENTE | ADQUIRIDA |
|---|---|
| . Shell Oil | Belridge Oil |
| . Schering Co. | Plough Inc. |
| . ICI | Howard Johnson (hotéis) |

As aquisições da década de 60 foram tipicamente orientadas para a obtenção de lucros no curto prazo, sem a preocupação com o estabelecimento de programas financeiros ou de diversifica-

ção a longo prazo.

Houve predominância do pagamento das aquisições com ações da companhia adquirente, ao invés de dinheiro. Também se observou que muitas aquisições serviram para melhorar a posição financeira das adquirentes, com redução de pagamento do imposto de renda, pois as companhias adquiridas eram deficitárias.

Este tipo de decisão, sem a visão futura de resultados que as transações poderiam oferecer, levou ao desencanto de muitas delas e fazendo com que na década de 70, a maior parte das transações de compra e venda de empresas, fosse na verdade, venda de empresas que não estavam dando os resultados esperados.

Pode-se afirmar que isto foi mais um desinvestimento de ativos que não corresponderam às expectativas das companhias adquirentes.

Para dados estatísticos, olhados em tabelas, sem as devidas informações específicas de como eles foram obtidos, fica-se com a impressão de que na década de 70, as transações em menor quantidade, mas em maior volume em US$, parecem indicar uma melhor seleção de empresas. No entanto, deu-se o contrário, pois os desinvestimentos se valorizaram e proporcionaram um melhor preço de venda, o que elevou o volume em US$.

As tabelas compiladas por W.T. Grimm mostram que no ano de 1967, tivemos 11% de desinvestimentos, sendo de 45% em 1977 e de 35% em 1979.

Isto mostra um movimento de vai-e-vem de certas empresas transacionadas, que procuravam se ajustar no seu cenário,

junto a empresas adquirentes que, na verdade, apresentavam condições de colocá-las na posição de corresponderem às expectativas de boa performance.

PREÇOS PAGOS PELAS EMPRESAS

O preço pago pelas empresas também alterou os critérios da década de 60 contra a década de 70. Em 1969, o preço médio pago por uma empresa era igual a 26 vezes o seu lucro anual, contra apenas 14,3 vezes, em 1979.

E isto estava, até certo ponto, relacionado com o índice P/L das ações, medido pelo Standard & Poor s Industrial Index, que mostrava 17,5 para o ano de 1969 e 7,5 para o ano de 1979.

Outro dado interessante colhido foi a forma de pagamento das aquisições, que passou a ser predominante em dinheiro, seguido de dinheiro mais ações.

Todas estas modificações no conceito empresarial ligado às transações de compra e venda de empresas, se ligam ao aprendizado adquirido em suas decisões, sobre ser o crescimento das empresas baseado em critério de desenvolvimento interno ou com aquisições.

Um dos pontos aceito como certo é o de que uma empresa que se envolve em novos projetos de desenvolvimento, leva em média, 8 anos para ser rentável. Talvez este seja um dos fatores que conduz os empresários a considerarem no seu planejamento estratégico, a avaliação do crescimento via desenvolvimento interno versus as aquisições, que podem agilizar o acontecimento de resultados.

Apesar de muitas aquisições da década de 60 terem se mostrado insatisfatórias, levando ao grande número de desinvestimentos na década de 70, elas ainda continuaram sendo consideradas pelas empresas, como o meio atraente de entrarem em novos negócios promissores ou mesmo, de participarem mais efetivamente no composto produto/mercado, nos segmentos em que atuam.

Assim, é difícil que no planejamento estratégico das empresas que entendem precisar garantir um futuro melhor, deixem de considerar a posisiblidade de uma aquisição.

Além do mais, os negócios do futuro se desenvolvem através de pequenas empresas, muitas vezes em campos não correlatos, mas que podem ser fácilmente integradas aos objetivos de empresas maiores.

NEGOCIOS_COM_BOAS_PERSPECTIVAS_FUTURAS

Apresentamos a seguir algumas atividades que sempre serão objetivo de compra:

- atividades_presentes:
  - biotecnologia agrícola
  - produtos químicos ligados a área de saúde
  - comunicações
  - eletrônica
  - serviços de proteção ao meio ambiente
  - instrumental médico
  - automação de escritórios, incluindo CAD (computer aided design) e CAM (computer-aided manufacturing)
  - serviços financeiros

- outras áreas de futuro:
  - fontes de energia não convencional
  - recreação e lazer
  - bioengenharia

A DÉCADA DE 80

Na década de 80, as aquisições voltaram a se destacar bastante, agora com a participação de grandes empresas, tanto no fortalecimento de suas posições no mercado em que atuam, bem como olhando a diversificação como um ponto estratégico importante para o seu crescimento.

A revista Business Week (edição de 24.11.86, p.50) desenvolveu uma pesquisa destas atividades no ano de 1986 e relacionou as maiores aquisições desse ano, destacando entre elas:

| ADQUIRENTE | ADQUIRIDA | VALOR |
|---|---|---|
| General Electric | RCA | US$6,1 bilhões |
| Borroughs | Sperry | 4,9 " |
| American Hoechst | Celanese | 2,8 " |
| Coca-Cola | JTL | 1,4 " |
| Coca-Cola | Beatrices Bottling | 1,0 " |

Um outro ponto interessante detectado por essa publicação é o aparecimento dos bancos de investimentos, aplicando seus fundos disponíveis, na aquisição de ações de empresas, garantindo assim uma participação de razoável a expressiva no seu capital, como um mecanismo de defesa para os seus ativos financeiros. Procuram, com esta decisão, mostrar uma nova tendência de participarem com capital no patrimônio líquido das empresas, ao invés de serem simples financiadores de suas atividades no curto e longo

prazo. E esta tendência tem-se ampliado, pois bancos de investimentos estrangeiros, sejam japoneses, ingleses ou alemães, têm procurado esta mesmo caminho dentro dos Estados Unidos.

Numa comparação feita pela Securities Industry Assn., mostrada nessa mesma publicação de Business Week, a destinação de fundos dos principais bancos de investimentos nos Estados Unidos na aquisição de ações de empresas, apresenta a seguinte evolução:

| BANCOS DE INVESTIMENTOS | 1980 | 1986 |
|---|---|---|
| . Solomon Brothers | US$300 MM | US$3,0 bilhões |
| . Merril Lynch | 1,0 bilhão | 2,8 " |
| . Shearson Lehman | 400 MM | 2,0 " |

A revista Fortune (19.12.1988) fez uma pesquisa no mercado europeu, em 1988, envolvendo várias empresas de médio e grande porte, e concluiu que as aquisições continuavam sendo um dos objetivos contidos em seus planejamentos estratégicos, cuja concretização poderia se dar no curto, médio ou longo prazo, dependendo da oportunidade da avaliação, ser enquadrada nos parâmetros que viessem a satisfazer a necessidade de crescimento ou fortalecimento atual de suas atividades.

A revista Fortune, com base nos dados da Acquisitions Monthly Magazine, referente ao mercado europeu, afirma que o volume de aquisições em 1987, atingiu o volume de US$46 bilhões.

Ao mesmo tempo em que os mercados americano e europeu se movimentam para as aquisições, como um meio rápido de crescimento, e com isto várias empresas se tornam alvos de outras, começa a se criar um mecanismo de defesa nas próprias empresas, que se sentem ameaçadas de serem adquiridas.

Esse mecanismo de defesa das empresas se desenvolve, quando elas começam a comprar suas próprias ações no mercado, fazendo com que elas subam de preço e com isso, tornando-as mais dificeis de serem adquiridas.

Este mecanismo é chamado de "leveraged buy-out" e, na verdade, quando utilizado com frequência, pode acabar levando à transformação das companhias de capital aberto, com caráter público e de fácil acesso às suas ações nas Bolsas, para companhias de capital fechado. Esta é uma nova situação, cujas consequências é ainda muito cedo para se poder prever ao que levará, em termos de caracterização das empresas americanas.

AQUISIÇÕES NO MERCADO BRASILEIRO

Até esta parte, estamos concentrando nossa ação em expor a evolução histórica das aquisições no mercado americano, com algumas observações do mercado europeu. Vejamos o que podemos expor sobre aquisições no mercado brasileiro.

É fora de dúvida de que, desde há longo tempo, empresas são vendidas e compradas no Brasil. No entanto, até há dez anos atrás, esta atividade tem sido muito mais consequência de operações envolvendo empresas em dificuldades financeiras ou com problemas familiares na sua condução. Ou seja, empresas eram oferecidas à venda, e a partir dai, procuravam-se interessados em adquirí-las. Os mecanismos de avaliação e de definição de preço eram feitos da melhor forma possível, que atendessem aos interesses dos dois lados. Talvez não seja arriscado afirmar que vivíamos em uma fase de mercado vendedor de empresas, para quem tivesse interesse em comprá-las.

Nós sabemos que nos últimos anos, as técnicas de planejamento a médio e longo prazo têm tido acesso às empresas brasileiras e, na avaliação de seu continuado crescimento, sempre serão consideradas as alternativas de investimento interno ou externo. E aquelas que assim procederem, não deixarão de considerar as aquisições, como uma opção viável. Dai surgir o sentido da procura e avaliação de empresas a serem adquiridas, alterando o curso anterior, em que apenas empresas eram oferecidas à venda.

É lamentável destacar a ausência de informações estatísticas desta atividade no Brasil. Não há nenhuma publicação periódica que trate do assunto, a não ser traduzindo reportagens contidas em revistas estrangeiras, sobre aquisições. Algumas consultorias que se dedicam a prestar serviços nesta área, são fechadas e parece não terem acesso às informações do que se passa no mercado. Mesmo as companhias de capital de risco, são pobres em informações gerais.

O que se encontra, na verdade, é o registro de intenções de operações ou de algumas transações fechadas.

Talvez este seja um assunto para interessar a uma editora e lançar no nosso país uma revista tipo "Mergers and Acquisitions", que contribuiria com artigos específicos sobre o assunto, relatos de transações, dados estatísticos e possibilidade de avaliações sobre estes negócios e suas tendências.

Às vezes, aparecem artigos nos jornais ou alguma revista especializada na área de negócios, sobre aquisições, tratando-as de forma genérica, mas com dados de empresas e valores das transações do mercado americano.

Muitas operações de compra e venda não são de conhecimento público por envolverem companhias limitadas ou de capital fechado. O que ficamos sabendo, parte sai publicado em jornais ou revistas, por envolverem companhias de capital aberto, mas sem sabermos, na maioria das vezes, o valor envolvido.

Podemos destacar algumas transações conhecidas:

| ADQUIRENTE | ADQUIRIDA | VALOR | ANO |
|---|---|---|---|
| . Eletrocloro | Brasivil resinas | ? | 1989 |
| . Arbi Partic | CBC - C.B.Cart. | US$9 MM | 1989 |

Praticamente todas estas transações foram feitas com pagamento em dinheiro.

Vale a pena destacarmos que, no Brasil, também os Bancos de Investimentos estão se orientando para a aquisição de parte acionária de empresas de produção de produtos ou serviços, como um mecanismo de defesa de seus ativos financeiros e de visualizarem as oportunidades de crescimento e lucro que muitas delas oferecem, através de suas potencialidades, nos mercados em que atuam.

De qualquer forma, o mercado brasileiro não foge às regras do que está nos objetivos das empresas, o que as coloca assim como avaliadoras de outras empresas que poderão ser adquiridas para proporcionarem o seu fortalecimento e engrandecimento. E, ao mesmo tempo, sempre teremos empresas que estarão se decidindo a serem vendidas, por razões já destacadas, ou mesmo, nas grandes empresas, ser decidido o desinvestimento de divisões que não apresentam os resultados desejados ou não têm afinamento com a sua política gerencial.

Daí ser importante voltarmos nossa atenção para esta atividade, independente de nossa localização como estudiosos do assunto, consultores ou empresários. Temos a certeza de que aquisições será o tema para muita atenção, no Brasil, na década de 90, quando a concorrência se tornará maior entre as empresas e também, ligando-se a tendência governamental de concretizar planos de privatização das empresas estatais.

## Cap. 3 - TIPOS DE AQUISIÇÕES

No sentido de facilitar o desenvolvimento desta parte, vamos considerar as operações de venda e compra, fusões ou incorporações, como aquisições, deixando à parte, os motivos particulares dos dois lados que se envolvem nelas.

Portanto, aquisição significará sempre que uma empresa é adquirida por outra. E assim, ficará mais fácil conceituar os seus diferentes tipos.

O processo de aquisição se inicia com negociações preliminares a nível de diretoria das empresas envolvidas. Se houver a concordância inicial dos objetivos, é aprovada a continuidade da negociação, que passará então a envolver outros escalões das duas companhias, incluindo pessoal externo. Muitas vezes, a aproximação das duas companhias já foi feito através do apoio de consultoria externa.

A decisão final para que a aquisição se concretize poderá estar no nível das diretorias envolvidas, ou então será necessária a aprovação pelos sócios majoritários ou pela Assembléia Geral de Acionistas, caso se tratem de companhias fechadas ou abertas.

### CONCEITO BÁSICO

Uma aquisição poderá levar a duas situações:

. a compra de uma empresa em sua plena atividade ou fase de liquidação, de todo o seu ativo, ou parte dele; isto representará o envolvimento com uma empresa limitada ou de capital fechado;

. a compra de uma empresa, através da aquisição de suas ações, que se encontram disponível no mercado; para que haja o pleno domínio da adquirente, ela procurará adquirir as ações que estiverem na posse da adquirida e também fará uma oferta pública para que os demais acionistas tomem conhecimento de suas intenções. Neste caso, a adquirida é uma companhia de capital aberto.

Uma aquisição levará as duas empresas envolvidas a criarem uma nova forma de combinação, que poderá ser:

. fusão - quando as duas companhias originalmente envolvidas na transação, se combinam, e formam uma outra companhia, inteiramente nova, que as sucede em todos os direitos e obrigações. Com isto, as duas companhias desaparecem e seus ativos e passivos passam a fazer parte da nova companhia.

. incorporação - quando a companhia adquirida é totalmente absorvida pela adquirente, que a sucede em todos os direitos e obrigações. Aqui não há a criação de uma nova companhia, mas sim o fortalecimento da adquirente, por assumir todo o patrimônio da adquirida, mais as oportunidades futuras de seus negócios.

A Lei 6404, de 15.12.1976, Lei das Sociedades Anonimas, em seus artigos 227 e 228, respectivamente, caracteriza bem o conceito de fusão e incorporação. Também ela cria as condições para que se concretizem estas transações, principalmente no tocante à proteção dos acionistas. Em capítulo posterior, voltaremos a este assunto, com mais detalhes.

Uma fusão ocorrerá entre duas empresas, quando elas têm porte semelhante e objetivos comuns, como: linha de produtos,

mercados, oportunidades futuras.

Já uma incorporação descreve uma operação entre duas empresas de portes diferentes, onde no geral, a maior adquire a menor, com objetivos comuns ou diferentes. Se os seus objetivos forem comuns, estaremos tendo uma combinação horizontal; se não forem comuns, estaremos frente a uma diversificação de negócios por parte da adquirente.

Quando ocorre uma fusão, a operação é caracterizada por uma troca de ações entre as empresas. Em se tratando de companhias de capital limitado ou fechado, um acordo entre os proprietários ou os acionistas majoritários, leva ao fechamento da transação. Se no entanto, tivermos companhias de capital aberto envolvidas, há a necessidade da aprovação de um protocolo de fusão, pelas Assembléias Gerais de seus acionistas.

Em uma operação de incorporação, na maior parte das vezes, a aquisição é feita com pagamento em dinheiro.

TRATAMENTO CONTÁBIL DAS AQUISIÇÕES

Sob o ponto de vista contábil, toda aquisição é considerada como:

. compra, ou

. combinação de interesses

Quando a aquisição é encarada como uma compra, ela representa um investimento para a adquirente. Caso o preço pago venha a ser superior ao seu valor patrimonial, surge o "good-will" ou fundo de comércio, o qual poderá ser amortizado dos lucros futuros da empresa, reduzindo-os, mas não será considerado para efeito de tributação do imposto de renda, o que é uma desvantagem

para a adquirente.

Havendo a combinação de interesses na aquisição, os balanços das duas empresas são combinados e simplesmente somados. Então, se houver "good-will", ele não será configurado e não haverá a sua amortização de lucros futuros.

OFERTAS "TENDER" DE COMPRAS DE AÇÕES

As aquisições são, no geral, resultantes de acordos de interesses entre as diretorias das empresas envolvidas, e por isto, fica declarada a boa vontade entre as partes, para a sua avaliação. Com isto, é possível serem acelerados os trabalhos de levantamento de dados para a conclusão do negócio.

Mas, às vezes, há empresas que se tornam alvo de outras empresas, interessadas no seu composto produto/mercado e que encontram resistência para levarem à frente a negociação de aquisição. Se a empresa alvo for de capital limitado ou fechado, a sua intransigência impedirá qualquer pretensão da interessada e, neste caso, não sobrará alternativa, a não ser desistir da intenção da aquisição.

No entanto, se a empresa alvo for de capital aberto e com ações na Bolsa, a empresa interessada percebendo a resistência da diretoria da empresa alvo em estabelecer um entendimento favorável, poderá vir a públicoe fazer uma oferta de compra de suas ações. Esta operação é chamada de "tender offer", e ela se caracteriza por motivar os acionistas na venda de suas ações, porque estarão recebendo um prêmio, acima do seu preço corrente de mercado. É, na verdade, uma forma de pressão, para poder comprar a empresa alvo.

As ofertas "tender" também poderão fazer parte da estratégia da empresa interessada em uma empresa alvo, em fazer-lhe uma surpresa. Ao invés de buscar um contáto com a diretoria da empresa alvo, que poderá considerá-la como intransigente ou desinteressada, faz uma publicação surpresa nos meios de divulgação, para conhecimento dos acionistas da empresa alvo, no geral em um fim de semana, com o pagamento do prêmio, desde que as vendas se façam em um prazo curto, junto aos seus corretores autorizados. Esta comunicação pegará a diretoria da empresa-alvo desprevenida, com pouco tempo para reação.

As empresas que são atingidas por uma oferta "tender", programada ou imprevista, tentarão todos os meios possíveis para se defender. Procurarão comunicação com os seus acionistas, atualizando-os com informações sobre os negócios da companhia e a oportunidade de bons dividendos, bem como alertando-os de quanto poderá ser incerto o futuro, caso a companhia mude de proprietários. Ou então, poderá tentar uma medida judicial para protelar a execução da oferta "tender", para ganhar tempo, e impedir com isto, a transferência de sua propriedade.

As ofertas "tender" de compras de ações no mercado brasileiro mereceram um destaque na Lei 6404, de 15.12.1976 - Lei das Sociedades Anonimas, na sua Seção VII - Aquisição de controle mediante oferta pública, e que vai dos arts. 257 ao 263.

Alguns pontos valem a pena serem destacados, tais como:

- a intenção deverá ser publicada na imprensa
- a operação se fará através de instituição financeira
- as ações deverão ser com direito a voto

- o preço a ser pago e as condições de pagamento
- o prazo da validade da oferta, mínimo de 20 dias
- apreciação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)
- o sigilo a ser mantido entre o ofertante, a instituição financeira envolvida e a CVM, até a publicação da oferta de compra

No mercado americano tem ocorrido vários casos de oferta "tender" de compra, sendo bastante famoso o da J. Ray McDermott & Co., Inc. que pretendeu comprar 2 milhões de ações da Pullman Inc., feita em julho de 1980, e citada na p. 35 do livro Acquisition and Corporate Development.

A J. Ray ofereceu US$28,00 por ação da Pullman, quando elas estavam sendo negociadas na Bolsa de N.Y. na faixa de Us$20,00 a US$25,00 por ação. A reação imediata da Pullman foi enviar comunicação a seus acionistas, alertando-os de que o preço ofertado era baixo e que suas afirmações tinham como base um relatório do The First Boston Co.

Como mecanismo de defesa, a diretoria da Pullman Co. procurou interessados na compra de suas ações e selecionou a The Wheelabrator-Frye, que concordou em pagar US$50,00 por ação. Uma assembléia de acionistas da Pullman aprovou a incorporação, e com isso, sairam com um lucro razoável com a venda de suas ações e a diretoria da Pullman se manteve nos seus cargos.

No Brasil pouco temos visto de ofertas "tender" de compra, o que mostra que as aquisições se têm concretizado em clima de preponderante harmonia entre as partes envolvidas.

Uma aquisição, para ser bem sucedida, além da visualização de oportunidades futuras pelo adquirente, é preciso que seja desenvolvida com boa vontade do adquirente e adquirido.

Uma aquisição via oferta "tender" de compra de ações já denota antagonismo de interesses entre os dois grupos e que, praticamente está declarada a guerra de posse da empresa-alvo. A consequência primeira desta investida, sendo ela bem sucedida, é a substituição imediata da diretoria da adquirida e, que para isto, a adquirente já deveria estar preparada desde o primeiro momento.

Pode-se afirmar que no mercado brasileiro, as aquisições têm sido pacíficas, e sempre vêm de encontro aos objetivos dos envolvidos. Se darão os resultados esperados, este já é um assunto que estará ligado às estratégias aprovadas para a aquisição.

## CAP. 4 - AQUISIÇÃO DE UMA EMPRESA VERSUS SUA EXPANSÃO INTERNA

Todo empresário responsável pela continuidade dos seus negócios no tempo, sabe da importância a ser atribuida ao composto produto/mercado.

A sua atenção fica concentrada no que acontece, de maneira simultânea, com a sua linha de produtos atuais e a receptividade que o mercado lhes dá.

Uma empresa bem sucedida consegue ter uma linha de produtos atualizados dentro do conceito de aceitação de seus clientes. Qualquer desequilíbrio nesta aceitação altererá de imediato a tendência de vendas dos produtos e colocará em risco a situação presente da empresa e o seu próprio futuro.

Dai ser constante a preocupação de manter a linha presente de produtos bem a gosto de sua clientela e ficar atento para o aproveitamento de novas oportunidades, com novos produtos para mercados já existentes ou mercados que serão criados.

E é exatamente neste ponto, quando a empresa trabalha no presente com olhos para o seu futuro, que se iniciam as avaliações para a melhor decisão entre investir na sua expansão interna, para aproveitar as oportunidades que se apresentam, ou então, adquirir uma nova linha de produtos ou uma empresa em plena atividade, que atenda aos seus requisitos de crescimento.

É este o momento crítico da melhor decisão, para garantir o crescimento da empresa, mas com ganho de tempo. Observamos que agora, entra esta nova variável nas avaliações - o tempo -

que permitirá agilizar as intenções de tornar a empresa maior e mais forte no seu futuro.

ANSOFF faz uma avaliação bem consistente dos elementos que contribuem para o crescimento de uma empresa, através da matriz mostrada a seguir.

COMPONENTES DO VETOR DE CRESCIMENTO

| PRODUTO / MISSÕES | ATUAL | NOVO |
|---|---|---|
| ATUAL | PENETRAÇÃO NO MERCADO | DESENVOLVIMENTO DE PRODUTOS |
| NOVA | DESENVOLVIMENTO DE MERCADOS | DIVERSIFICAÇÃO |

Para a empresa que tem uma linha tradicional de produtos e atua no mesmo mercado, o seu crescimento somente se dará com maior participação nesse seu mercado, e com o apoio de estratégias mercadológicas.

Outro caminho para o seu crescimento será expandir o seu mercado atualmente existente, para os seus produtos tradicionais, criando para eles novas aplicações, para necessidades latentes.

Ou então, a empresa se dedicará a criar novos produtos, proporcionando com isto a expansão do mercado. Algumas vezes esta decisão levará ao enfraquecimento ou eliminação de alguns produtos de sua atual linha de produtos. Ou então, criará uma situação de pressão para os seus concorrentes.

E a última alternativa, é a da diversificação de sua linha de produtos, que a levará para novos mercados.

ANSOFF resume os resultados das decisões na matriz mostrada a seguir.

RAZÕES QUE LEVAM AS EMPRESAS À DIVERSIFICAÇÃO

| PRODUTOS / MISSÕES | ATUAIS | NOVOS |
|---|---|---|
| ATUAIS | EXPANSÃO | EXPANSÃO |
| NOVAS | EXPANSÃO | DIVERSIFICAÇÃO |

Em dois momentos, a empresa garantirá o seu crescimento futuro, através da sua linha tradicional de produtos, dentro do mesmo mercado em que atua, realizando estratégias mercadológicas junto aos seus clientes tradicionais e procurando por novos clientes nesse mesmo mercado.

Podemos observar que o crescimento da empresa, quando ligado à presente linha de produtos, fica na dependência de serem aprovados planos mercadológicos que possibilitem a sua maior divulgação, tanto nos mercados existentes, quanto naqueles que pretende penetrar. O investimento requerido deve estar dentro dos recursos existentes à disposição na empresa.

Quando a empresa percebe que o seu crescimento está ligado ao seu mercado tradicional e que nele deverá entrar com novos produtos, a sua expansão requererá a avaliação entre desenvolvê-los dentro do seu próprio ambiente, com os seus recursos tecnológicos e de pesquisa e desenvolvimento (P&D), e a aquisição

de uma linha de produtos novos ou de uma empresa em plena atividade, que possa lhe garantir a concretização de seu objetivo de rápido crescimento.

É nesta etapa que a empresa, pela primeira vez, tem os seus dirigentes saindo de sua concentração nas atividades operacionais e administrativas, para as operações estratégicas.

Quando a empresa se propõe a desenvolver novos produtos para serem colocados nos mercados existentes, entram novas variáveis nas avaliações, tais como:

- novos custos em pesquisa e desenvolvimento (P&D)
- o risco ligado ao sucesso dos novos produtos
- o tempo requerido para se obter esses novos produtos
- construção de novas instalações
- desenvolvimento de novas organizações

Se no entanto, a empresa vai definir o seu crescimento através de novos produtos e novos mercados, ela estará adotando a diversificação. E aqui, sem dúvida, estarão incluidas apenas aquisições de novas linhas de produtos ou empresas em plena atividade, que venham de encontro aos seus objetivos estratégicos.

Se a empresa entende que o seu crescimento deve ser feito através da diversificação de suas atuais atividades, isto significa a sua entrada em novos campos de produtos e mercados, afastando-se assim, do que faz de maneira tradicional.

Enquanto o crescimento da empresa se fizer através de sua linha de produtos no mercado em que atua, os resultados serão sempre modestos.

Quando a empresa se decidir pelo crescimento com novos produtos ou diversificação de produtos e mercados, sua atenção terá que ser maior para dois elementos:

. recursos requeridos

. tempo para obtenção dos resultados

Havendo o volume de recursos requeridos para a execução de seus objetivos, ela agora deverá se concentrar em avaliar a aplicação desses recursos em função do tempo de obtenção dos resultados e o seu respectivo retorno.

E aqui entrará a comparação do que será obtido através de sua atividade interna em expansão e a aquisição de uma empresa que permita atingir os seus objetivos.

Do ponto de vista do tempo para concretização dos objetivos de crescimento, as aquisições mostram-se sempre favoráveis, quando comparadas com o desenvolvimento interno.

Podem ser desenvolvidas tabelas comparativas entre as duas alternativas, com destaque aos pontos principais a serem cobertos e medir-se o tempo requerido para cada uma delas, e concluir-se, com facilidade, a economia de tempo que resultará na aquisição, seja de uma linha de produtos ou de uma empresa em plena atividade.

CRONOGRAMA DE DESENVOLVIMENTO INTERNO

| MESES | 0 | 3 | 6 | 9 | 12 | 15 | 18 | 21 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Decisão estratégica | ----- | | | | | | | |
| Pesquisa de mercado | | ----- | | | | | | |
| Desenvolvimento do produto | | | --------- | | | | | |
| Teste do produto | | | | | ------- | | | |
| Início de produção | | | | | | -------- | | |
| Resultado das vendas | | | | | | | ----- | |

CRONOGRAMA DE AQUISIÇÃO

| MESES | 0 | 3 | 6 | 9 | 12 | 15 | 18 | 21 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Decisão estratégica | --- | | | | | | | |
| Formação da equipe | - | | | | | | | |
| Pesquisa de candidatos | -- | | | | | | | |
| Seleção de candidatos | | --- | | | | | | |
| Levantamento de dados | | | -- | | | | | |
| Contátos e negociação | | | | --- | | | | |
| Aquisição | | | | | ---- | | | |
| Integração | | | | | - | | | |
| Plena operação | | | | | - | | | |

Concluimos que haverá a economia de 12 meses, se a aquisição for escolhida como a melhor decisão para o crescimento da empresa.

Na escolha do desenvolvimento interno devemos considerar que:

. em função da tecnologia requerida para novos produtos e mais os aspectos mercadológicos, este ciclo poderá ir de 6 meses a 4 anos;

. a obtenção de novos recursos poderá levar de 1 a 5 anos.

Já a aquisição de uma empresa requer apenas o tempo para a sua avaliação e a conclusão do negócio, e depois a sua adaptação à política da empresa adquirente.

ANSOFF destaca que as empresas deverão levar em conta o grau de sinergia a ser obtido, numa comparação desta natureza, e elaborou uma tabela, que a estamos simplificando, conforme mostrada a seguir.

DESENVOLVIMENTO INTERNO VERSUS AQUISIÇÃO

| SINERGIA | | DECISÃO ACONSELHADA |
|---|---|---|
| INICIAL | OPERACIONAL | |
| Grande | Pequena | Desenvolvimento interno |
| Pequena | Grande | Combinação entre aquisição e desenvolvimento interno |
| Pequena | Pequena | Aquisição |
| Nula | Nula | Aquisição |

As duas situações até agora examinadas: aquisição ou desenvolvimento interno, nos permitem dizer que elas ocorrerão em função dos próprios objetivos da empresa e a visão que seus executivos tiverem em relação aos seus negócios.

As empresas conservadoras geralmente projetarão o seu crescimento futuro através da expansão de sua linha de produtos

nos mercados em que atuam, e dificilmente partirão para a diversificação. Restrições de ordem tecnológica, recursos financeiros e a preocupação com os riscos envolvidos com a incerteza dos resultados em lances mais arrojados, farão com que tenham dimensões e lucros modestos. Além do mais, não estão dispostas a promoverem mudanças organizacionais em seus quadros gerenciais.

Sómente as empresas cujos administradores têm uma visão empreendedora, estarão sempre atentos às oportunidades que se apresentam como promissoras, e alocarão recursos para serem nelas investidas, levando-as assim a adotar a diversificação de seus negócios. Apesar da incerteza dos resultados, os riscos envolvidos são encarados como parte da atividade presente que levará ao seu crescimento no futuro. Estas empresas encaram o risco como parte do seu negócio e só através dele conseguirão o crescimento.

AVALIAÇÕES OBJEIIVAS NAS AQUISIÇÕES VERSUS DESENVOLVIMENIO INIERNO.

Dentro do conceito do investimento necessário na expansão interna ou em aquisições, foi feita uma avaliação destas duas atividades nos Estados Unidos, no período de 1967 a 1983, com base em dados estatísticos levantados por W.T. Grimm e do U.S. Departament of Commerce, com as seguintes conclusões:

- a variação nos investimentos em fábricas e equipamentos é sentida na mesma direção nas atividades de aquisições; se aumentam os investimentos, aumenta o volume em aquisições e vice-versa;
- os valores em aquisições representam 1/5 do valor investido em fábricas e equipamentos.

A tabela abaixo mostra esses dados no mercado dos Estados Unidos:

RELAÇÃO DE INVESTIMENTOS ENTRE AQUISIÇÕES E FÁBRICAS/EQUIPAMENTOS

| ANO | AQUISIÇÕES US$BILHÕES | FAB/EQUIP US$BILHÕES |
|---|---|---|
| 1967 | 18.0 | 83.4 |
| 1968 | 43.0 | 88.5 |
| 1969 | 23.7 | 99.5 |
| 1970 | 16.4 | 105.6 |
| 1971 | 12.6 | 108.5 |
| 1972 | 16.7 | 120.3 |
| 1973 | 16.7 | 137.7 |
| 1974 | 12.5 | 157.0 |
| 1975 | 11.8 | 157.8 |
| 1976 | 20.0 | 171.5 |
| 1977 | 21.9 | 198.1 |
| 1978 | 34.2 | 231.2 |
| 1979 | 43.5 | 270.5 |
| 1980 | 44.3 | 295.6 |
| 1981 | 82.6 | 321.5 |
| 1982 | 53.8 | 316.4 |
| 1983 | 73.1 | 302.5 |

Observamos que as decisões em torno de "fazer ou comprar", são muito particulares, variando portanto, de empresa para empresa. Mas, que o mercado estará sempre avaliando empresas a serem adquiridas.

TEORIA DO INVESTIMENTO DE CAPITAL

Uma outra avaliação entre "fazer ou comprar", está ligada à TEORIA DO INVESTIMENTO DE CAPITAL, que considera os recursos requeridos na expansão interna ou externa, de forma semelhante, levando em conta apenas o resultado que será obtido, através do método do Valor Presente Líquido.

Pode-se afirmar que cada alternativa é um projeto de investimento, e será escolhido aquele que mostrar maior Valor Presente Líquido.

A grande falha deste modelo é deixar de lado fatores subjetivos e oportunidades futuras de negócios promissores, que são muitas vezes difíceis de serem mensurados.

É no entanto, um modelo que facilita tirar conclusões numéricas do que se está comparando e contribue com sua parte para a decisão pretendida entre "fazer ou comprar".

Desta forma, ao avaliarmos uma expansão interna e uma aquisição de linha de produtos ou empresa em plena atividade, deveremos comparar:

VPL expansão interna > VPL aquisição

com

VPL expansão interna < VPL aquisição

Toda a vez que tivermos o VPL da expansão interna maior que o VPL da aquisição, vamos optar pela expansão interna.

No entanto, se tivermos o VPL da expansão interna menor que o VPL da aquisição, vamos optar pela aquisição.

São vários os elementos, fatores e critérios a influenciar a decisão da empresa, entre a sua expansão interna e a aquisição.

A partir de agora, nós vamos considerar apenas os motivos que levam uma empresa a adquirir uma linha de produtos ou outra empresa, como ponto básico de seu crescimento futuro.

Passaremos a associar os fatores racionais e subjetivos que levam as empresas a adquirirem outras, dentro do contexto do seu planejamento estratégico e, mesmo que ele não exista, dentro do contexto de uma oportunidade que se apresenta e que contribuirá para que uma empresa seja maior e mais forte no futuro.

## CAP. 5 - ESTRATÉGIAS UTILIZADAS EM AQUISIÇÕES

A partir deste capítulo, passaremos a considerar o crescimento das empresas através da aquisição de novas linhas de produtos ou a aquisição de outra empresa em plena atividade.

Desta forma, deixaremos de lado as considerações expostas no capítulo anterior, em que a empresa pode decidir pelo seu crescimento através de sua atual linha de produtos, no mercado em que já atua ou em mercados a serem desenvolvidos.

Vamos abordar as considerações que levam as empresas ao processo de aquisição, e o que elas esperam em termos de resultados futuros.

### DECISÃO ESTRATÉGICA

Uma aquisição complementa os esforços internos da direção de uma empresa para atingir os objetivos de seu Plano Estratégico.

Boa parte das empresas inclue nos seus Planos de Negócios a alternativa de aquisições, como uma solução para seu rápido crescimento. Elas acreditam ser verdadeira a afirmação de que as aquisições são a porta de entrada para os mercados atuais ou aqueles que se estão desenvolvendo, onde ela ainda não atua com eficiência.

A aquisição de uma linha de produtos ou uma empresa poderá originar situações de similaridade com o seu atual composto produto/mercado; ou então, dele se afastar.

Quando ela encontra similaridade, a integração e resultados virão mais rápidos do que na situação em que ela se diver-

sifica. E isto é natural que ocorra, pois a empresa adquirente, embora tenha avaliado adequadamente a adquirida, sabe que precisará de um tempo para as adaptações quando se envolve em uma nova relação do composto produto/mercado que não lhe é familiar.

Portanto, as empresas ao se decidirem pela aquisição, já consideraram em seu Plano de Negócios o desenvolvimento de uma estratégia competitiva para o novo composto produto/mercado para atingir um grupo específico de novos clientes. E isto levará, sem dúvida, ao fortalecimento das operações internas da adquirente, sob a ótica de produtos ou serviços, reduzindo assim a pressão exercida por seus concorrentes.

Além disto, na avaliação realizada entre os recursos requeridos para o desenvolvimento interno ou a aquisição, o direcionamento para a aquisição levou em conta que:

- o preço a ser pago pela aquisição requer um volume de recursos menor do que aquele para o desenvolvimento interno, dentro de um ponto de vista de posições estratégicas comparáveis;
- a geração de benefícios futuros se dará em menor tempo com a aquisição do que com o desenvolvimento interno, e dentro dos objetivos estratégicos da adquirente.

MOTIVOS PARA AQUISIÇÕES

Uma aquisição é uma decisão importante para a empresa, pois ela se liga a alterações que ocorrerão em termos de seu composto produto/mercados.

Daí ser importante a avaliação constante dos objetivos futuros da empresa vis-a-vis com as ocorrências diárias. Dentro deste contexto, as empresas poderão partir para uma aquisição quando:

- os seus planos de expansão começarem a ser bloqueados dentro do atual composto de produtos/mercados:
  - as causas principais poderão estar ligadas à dificuldade de expansão do mercado, que limita suas vendas; alteração de hábitos de compras dos clientes; atuação mais destacada dos seus concorrentes ou, então, problemas de ordem tecnológica ou qualidade dos produtos.
- há sobra de recursos, após a destinação da parte requerida para seus planos de expansão interna:
  - o excesso de liquidez de algumas empresas leva-as a reformular sua presente estratégia de crescimento e avaliar aquisições, ao invés de colocá-lo na forma de aplicações de títulos de renda; desejamos destacar que há empresas conservadoras que, ao se encontrarem nesta situação, não se encorajam com aquisições, preferindo as aplicações financeiras.
- as oportunidades de aquisição mostrarem que o retorno será maior do que a aplicação de recursos na expansão interna:
  - este é um dos pontos básicos do Plano de Negócios, quando avalia o caminho a ser seguido pela empresa para o seu rápido crescimento; aqui estarão presen-

tes os elementos ligados à sinergia, tecnologia, pesquisa e desenvolvimento.

Podemos listar outros motivos que levam às aquisições de linhas de produtos ou outras empresas:

- expansão de seu atual mercado de clientes
- melhoria de participação de mercado
- redução da atividade dos concorrentes
- melhor aproveitamento de um desenvolvimento tecnológico, com economia de recursos aplicados em pesquisa e desenvolvimento interno
- redução de custos de produção, através do processo de economia de escalas
- redução dos gastos de comercialização da linha de produtos
- melhor controle de preços de vendas, devido à sua posição de liderança no mercado ou por melhores negociações com seus fornecedores de matérias-primas
- aumento de suas possibilidades para a obtenção de créditos comerciais e bancários
- desejo de crescimento da empresa por parte de seus diretores
- obtenção de melhor capacidade gerencial
- redução do risco dos atuais negócios
- obtenção de sinergia

TIPOS_DE_CRESCIMENTO_POR_AQUISIÇÕES

Uma empresa ao adquirir uma nova linha de produtos ou uma outra empresa em plena atividade, poderá originar um certo

tipo de combinação, com reflexos para a sua atividade principal. E isto devido ao grau de tecnologia existente para os produtos e o comportamento do mercado em que atuará.

Assim, podemos destacar os seguintes tipos:

. aquisição horizontal

. aquisição vertical

. aquisição concêntrica

Haverá aquisição horizontal quando a adquirida é do mesmo setor da adquirente. Neste caso, ocorrerão economias de escala nas áreas de produção e de comercialização, e aumento de participação de mercado. Sem dúvida, o composto produto/mercado sairá fortalecido com a aquisição. O fator comum entre as duas empresas surge nas áreas de produção e marketing, onde a sinergia se fará presente de forma acentuada.

Haverá aquisição vertical quando a adquirida é um cliente potencial ou um fornecedor potencial. Em outras palavras, a adquirente pode pretender reforçar sua atuação nos canais de distribuição de seus produtos, adquirindo o seu melhor distribuidor e, com isto, aumentar a sua eficiência de vendas e penetração de mercado. Ou então, a adquirente quer ter segurança no fornecimento de certas matérias-primas ou serviços, ou então controlar melhor o preço destes suprimentos.

Haverá aquisição concêntrica quando a empresa adquirida se apresentar como extensão da linha de produtos da adquirente, da sua participação de mercado ou de sua presente tecnologia. Observamos que surgem fatores comuns em termos de tecnologia e comercialização dos produtos, levando imediatos benefícios para a

adquirente, principalmente em termos de maior participação de mercado, e que ela sai de sua atual linha de produtos para uma nova linha de produtos complementares.

ELEMENTOS_ESTRATÉGICOS_EM_UMA_AQUISIÇÃO

A empresa que se propõe a avaliar as oportunidades de seu crescimento futuro, através da aquisição de uma nova linha de produtos ou de uma outra empresa em plena atividade, deve levar em conta os elementos a seguir:

- composto produto/mercado
- vetor de crescimento
- vantagem competitiva
- sinergia

Estes quatro elementos quando identificados pela empresa adquirente junto a empresa adquirida, e que se mostrarem em harmonia com os seus objetivos estratégicos, pode-se dizer que eles se constituem em um elo_comum nas atividades futuras, as quais mostram grande chance de sucesso.

O elo_comum é um agente de ligação entre as características do produto, sua tecnologia, suas aplicações, sua forma de disponibilidade no mercado e as necessidades de seus clientes.

Quando a adquirente encontra o elo_comum na adquirida, é porque os quatro elementos avaliados se mostram em harmonia com seus objetivos, e daí ser levada à conclusão de que a sua escolha está correta.

A avaliação do composto produto/mercado leva à descrição dos produtos, mercados e tecnologias disponíveis dentro de sua indústria ou fora dela, para identificar aqueles com caracte-

rísticas semelhantes.

O vetor de crescimento, já comentado no capítulo anterior, ao mostrar a direção adotada pela empresa de adquirir outra, vai levá-la a uma avaliação cuidadosa de cada elemento, para que a identificação do elo_comum se destaque e proporcione informações suficientes à adquirente para a sua melhor decisão.

A vantagem competitiva deverá mostrar que a aquisição dará forte posição concorrencial ao novo conjunto produto/mercado.

A sinergia mostrará o quanto a adquirente poderá ganhar com a adquirida, ao entrar em uma nova área do composto produto/mercado.

Pretendemos desenvolver este último elemento do elo_comum, a sinergia, pois o reputamos de grande importância no processo de aquisições.

SINERGIA

A literatura existente sobre aquisições mostra claramente que o seu sucesso ou insucesso está ligado à identificação de elementos de sinergia. Quando eles forem predominantes, a tendência será de fácil integração entre as duas empresas e rápida obtenção de resultados positivos. Havendo a sua ausência ou sendo ela fraca, existe maior chance de fracasso na obtenção dos objetivos previamente fixados.

Dessa forma, no processo seletivo de empresas para a aquisição, independente da avaliação da tendência de seus negócios, é importante que elas mostrem que haverá sinergia com a empresa adquirente.

Afirma-se que maior valor pode ser criado pela união de duas empresas, do que cada empresa pode gerar como firmas independentes.

A sinergia se relaciona com aquilo que espera obter uma empresa no direcionamento do seu composto produto/mercado. É o chamado efeito "2 + 2 = 5", em que o desempenho combinado das partes é maior que o desempenho individual. A sinergia é assim, uma medida de efeitos conjuntos, embora sem base matemática, mas que funciona dentro do contexto empresarial.

A sinergia se fará presente quando a adquirida mostrar relação de negócios com a adquirente, através de:

- expansão da linha de produtos
- aumento de participação de mercado
- suprimentos essenciais de matérias-primas
- utilização de capacitação tecnológica
- utilização de equipamentos

Se a adquirida se caracterizar por um negócio não relacionado com o da adquirente, dificilmente haverá sinergia resultante; pode-se afirmar que o insucesso conta com alta chance de ocorrência.

A sinergia é um tema controvertido e a sua concretização é bem mais difícil de ser obtida do que o reconhecimento de que ela deva existir em certas situações. É o caso da determinação do preço a ser pago pela adquirida, quando se leva em conta que o fluxo de caixa terá aumentos devido à aquisição e a sinergia resultante da operação.

Muitas empresas justificam suas aquisições e os preços pagos, levando em conta suas expectativas de sinergia, obtidas através de:

- aquisição de nova linha de produtos que se encaixa com o presente canal de distribuição da adquirente;
- um fornecedor de matéria-prima que assegura o seu fornecimento contínuo a um nível de preço compatível com os objetivos da adquirente;
- um negócio com comportamento sazonal que cobre o período baixo de vendas da adquirente, proporcionando receitas em todos os meses em níveis adequados.

A sinergia poderá aparecer em diferentes áreas da empresa, destacando-se entre elas:

- sinergia_comercial - obtida pelas atividades mercadológicas, em termos da distribuição dos produtos, vendas, marketing e serviços aos clientes, que conduzam a maior receita de vendas;
- sinergia_operacional - com melhor aproveitamento de tecnologia, equipamentos, processos produtivos e política de recursos humanos, que levem a economias de escala e reduções de custos;
- sinergia_de_investimento - utilização conjunta de instalações, equipamentos, suprimentos, força de vendas, etc., que a levará a um menor volume de investimentos requeridos;
- sinergia_de_administração - será obtida quando houver harmonia entre adquirente e adquirida, sob o ponto de

vista da rápida integração e os modelos operacionais e administrativos forem semelhantes; isto representa ganho de tempo e eliminação de adaptações, contribuindo para melhor desempenho das duas empresas.

Devemos levar em conta que nas avaliações de aquisição, a sinergia descrita tem caráter potencial, ou seja, ela se realizará dentro de determinados parâmetros, entendidos pelas partes componentes.

Por esta razão, a sinergia esperada deve ser cuidadosamente avaliada e comparada em termos das características das empresas adquirente e adquirida.

A tabela a seguir, mostra o grau de sinergia que poderá ser obtido, dentro de algumas áreas das empresas adquirente e adquirida, levando-se em conta o tipo de atividade presente de cada uma.

SINERGIA POTENCIAL ENTRE ADQUIRENTE E ADQUIRIDA

| ADQUIRENTE | AREAS | ADQUIRIDA | | |
|---|---|---|---|---|
| | | MATERIAL BÉLICO | BENS DE PRODUÇÃO | BENS DE CONSUMO |
| MATERIAL BÉLICO E ATIVIDADES ESPACIAIS | ADM.GERAL<br>P & D<br>PRODUÇÃO<br>MARKETING | GRANDE<br>GRANDE<br>GRANDE<br>GRANDE | GRANDE<br>REGULAR<br>PEQUENA<br>PEQUENA | REGULAR<br>PEQUENA<br>NEGATIVA<br>NEGATIVA |
| BENS DE PRODUÇÃO | ADM.GERAL<br>P & D<br>PRODUÇÃO<br>MARKETING | GRANDE<br>REGULAR<br>PEQUENA<br>PEQUENA | GRANDE<br>GRANDE<br>GRANDE<br>GRANDE | REGULAR<br>PEQUENA<br>PEQUENA<br>PEQUENA |
| BENS DE CONSUMO | ADM.GERAL<br>P & D<br>PRODUÇÃO<br>MARKETING | REGULAR<br>PEQUENA<br>NEGATIVA<br>NEGATIVA | REGULAR<br>PEQUENA<br>PEQUENA<br>PEQUENA | GRANDE<br>GRANDE<br>GRANDE<br>GRANDE |

Fonte: ANSOFF, H I e WESTON, J F

Da tabela anterior, podemos concluir que a entrada da empresa adquirente em setor que lhe é familiar, leva à obtenção de sinergia imediata, enquanto que em setores desconhecidos prenunciam-se dificuldades, que poderão ou não serem transponíveis.

MEDIÇÃO DOS EFEITOS SINERGÍSTICOS

De uma maneira geral, a medição dos efeitos sinergísticos de uma aquisição podem ser feitos através de:

- aumento no volume de receitas
- redução de custos operacionais
- redução de investimentos necessários

Vamos adotar as seguintes notações:

- R(S) = receitas somadas das duas empresas em separado
- R(T) = receitas das duas empresas agindo conjuntamente
- C(S) = custos operacionais somados das duas empresas em separado
- C(T) = custos operacionais das duas empresas agindo conjuntamente
- I(S) = investimentos somados das duas empresas em separado
- I(T) = investimentos das duas empresas agindo conjuntamente

A sinergia poderá se dar quando:

- caso I : R(S) = R(T)
  C(S) <= C(T)
  I(S) >= I(T)

. caso II: $R(S) < R(T)$

$C(S) = C(T)$

$I(S) \geq I(T)$

No caso (I), onde a expectativa de receitas é igual para a atuação isolada de cada empresa ou após a aquisição, nota-se que haverá ganhos nos custos operacionais e menor volume de investimentos é requerido nas suas atuações. Sem dúvida, esta situação mostra as economias de escala, em termos operacionais e que o Retorno sobre o Investimento (RSI) será maior através da aquisição.

No caso (II), onde a expectativa de receitas é de ser maior através da aquisição, embora os custos operacionais sejam iguais, o volume de investimento é menor. Aqui vão surgir os resultados da vantagem competitiva, com os melhores resultados conjuntos na área de distribuição dos produtos e com menor investimento requerido. Disto resultará, sem dúvida, maior RSI, através da aquisição.

Cada uma destas variáveis aqui consideradas poderá sofrer alterações ou serem aceleradas sob a perspectiva do tempo, produzindo seus efeitos nos fluxos de caixa e RSI.

LIGAÇÃO ENTRE PONTOS FORTES E FRACOS COM A SINERGIA

Toda empresa que se decide pela aquisição de nova linha de produtos ou de outra empresa em plena atividade, deve fazer um levantamento de seus pontos fortes e pontos fracos.

Não é tão simples, como pode parecer à primeira vista, reunir a gerência ou a direção da empresa adquirente e levantar pontos fortes e fracos.

No geral, o que mais se procura mostrar em uma empresa são os seus pontos fortes e há pouca disposição para identificar e analisar os pontos fracos. Embora os pontos fracos sejam uma constante nas dificuldades do dia-a-dia da empresa, poucos são os que apreciam que suas fraquezas sejam colocadas em destaque.

Quando o futuro da empresa está sendo avaliado, torna-se necessário deixar de lado o sentimento humano da gerência ou direção, e fazer uma identificação objetiva destes pontos fortes e fracos; principalmente quando o assunto está direcionado para uma aquisição.

Após a identificação dos pontos fortes e fracos, eles devem ser agora vistos sob a ótica da aquisição, onde:

- os pontos fracos devem ser comparados com os de seus concorrentes bem sucedidos;
- os pontos fortes devem ser identificados em relação aos objetivos da aquisição de outra empresa.

A resultante destas avaliações levará à justificativa da estratégia de aquisição, a qual poderá ser:

- agressiva - quando os pontos fortes vierem a ser usados como critério de procura de uma nova linha de produtos ou empresa, para maior aproveitamento de oportunidades;
- defensiva - quando os pontos fracos indicarem a procura de outra empresa, para a sua pronta eliminação.

Com isto, concluimos que a empresa adquirente deve fazer uma avaliação adequada de sua atuação presente, e no estabelecimento de seus objetivos futuros, ao se decidir por uma aqui-

sição, ser cuidadosa no levantamento de seus pontos fortes e fracos; e também, na identificação do elo comum, com os seus quatro elementos característicos, com destaque especial para a sinergia a ser obtida.

## CAP. 6 - IDENTIFICAÇÃO E SELEÇÃO DE COMPANHIAS A SEREM ADQUIRIDAS

A partir da definição do objetivo estratégico de aquisição de uma linha de produtos ou de uma empresa em plena atividade, torna-se necessária a constituição da equipe que irá cuidar da sua execução.

Embora as decisões fiquem sempre no nível da diretoria executiva, todo o processo anterior à aquisição deve ser delegado a uma equipe, pelo menos de segundo escalão da empresa adquirente.

A equipe que cuidará da execução das diferentes etapas para a aquisição deverá sempre levar em conta que tudo do passado e do presente da empresa a ser adquirida deve ser considerado, analisado e avaliado, mas que o verdadeiro teste, na verdade, tem caráter subjetivo, e estará baseado na esperada performance futura da adquirida.

### IDENTIFICAÇÃO DE COMPANHIAS CANDIDATAS

O trabalho inicial será feito levando em conta se a aquisição é uma complementação da atual linha de produtos da adquirente ou se ela representa uma diversificação.

Se a aquisição for uma complementação da atual linha de produtos da adquirente, a equipe da casa é a mais indicada para todo o trabalho de identificação de candidatos, pois ninguem melhor do que ela conhece a sua própria atividade e o que espera encontrar na adquirida, para atingir os seus objetivos estratégicos.

Já no segundo caso, a da diversificação, recomenda-se a utilização de apoio externo, através de consultorias especializadas, que possam ajudar a esclarecer o novo tipo de negócio em que procura se envolver a adquirente. É preferível ouvir informações consistentes sobre novos negócios, envolvendo tecnologia, produtos e mercados, do que se arriscar com a experiência interna em novas atividades. Reforçar ou ampliar conceitos sobre novos negócios é medida recomendável e prudente para as companhias que querem entrar em novos ramos de negócios, sem a devida experiência.

Em seguida, a equipe deverá definir os critérios iniciais que nortearão a aquisição.

Esses critérios variarão, mas alguns podem ser destacados:

- risco do empreendimento
- financeiros
- mercadológicos
- potencial de crescimento, etc.

Para melhor esclarecer os critérios, é preciso que a equipe defina, por exemplo, o que deseja em termos financeiros, nas empresas candidatas, tais como:

- o seu tamanho, definido em volume de faturamento
- o nível de lucratividade
- o retorno sobre o investimento
- o efeito da aquisição no fluxo de caixa, etc.

É de se admitir que esta não é uma tarefa fácil para a equipe, pois ela terá que avaliar informações com valores próximos àqueles já definidos como metas, e algumas vezes, face ao que

for obtendo das empresas candidatas, provavelmente terá que revisá-los.

Definidos os critérios, a equipe partirá em busca das empresas candidatas.

Várias são as fontes existentes, algumas mais fáceis de localizar com farta informação, e outras mais difíceis, e com poucos dados. Vamos destacar algumas delas:

- no setor industrial, alvo da aquisição, através de associação de classe;
- revistas especializadas sobre empresas: Anuário das Indústrias, 500 Maiores empresas (Exame, Gazeta Mercantil, Visão, etc.), Revista de Negócios;
- companhias que fornecem informações cadastrais: SCI, Dun & Bradstreet
- bancos que operam com setor especializado de aquisições
- empresas de consultoria
- equipe de marketing e vendas
- clientes e fornecedores
- pesquisa de campo
- literatura de produtos
- feiras e exibições promocionais
- relatórios governamentais eou estatísticos

Uma vez determinados os critérios e as fontes para a localização das empresas candidatas, a equipe parte para a seleção das empresas que estejam dentro dos seus objetivos e atendam aos critérios estabelecidos. Fica evidente, nesta primeira etapa,

a heterogeneidade dos dados que serão obtidos de cada empresa selecionada.

Dai ser necessária uma atividade de visualização comparativa desses dados obtidos, em tabelas bem simples, que mostrem as empresas que melhor atenderão aos critérios estabelecidos. Embora as tabelas sejam práticas, não poderá ser dispensada uma análise e avaliação detalhada de cada empresa que vai sendo escolhida como candidata.

Dois relatórios iniciais podem ser desenvolvidos pela equipe responsável pela seleção de empresas.

O primeiro relatório mostrará dados de cada empresa candidata, com itens previamente determinados pela equipe, e que serão enquadrados em colunas distintas, conforme atendam, não atendam ou talvez atendam aos critérios estabelecidos para aquisição.

Um exemplo deste relatório é mostrado a seguir:

RELATÓRIO_DE_CHECAGEM_INICIAL

EMPRESA:_____

| ITENS | ATENDE | NÃO_ATENDE | TALVEZ_ATENDA |
|---|---|---|---|
| 1. VENDAS | | | |
| 2. CRESCIMENTO DAS VENDAS | | | |
| 3. CRESCIMENTO DOS LUCROS | | | |
| 4. % LUCRO | | | |
| 5. INDICE DIVIDAS/PATRIMÔNIO | | | |
| 6. VALOR DO LUCRO | | | |
| 7. NUMERO DE EMPREGADOS | | | |
| 8. VALOR DE MERCADO | | | |
| 9. LUCRO POR AÇÃO | | | |
| 10. PARTICIPAÇÃO DE MERCADO | | | |
| 11. CICLO DE VIDA DOS PRODS | | | |
| 12. NÚMERO DE FÁBRICAS | | | |
| 13. LOCALIZAÇÃO DAS FÁBRICAS | | | |

Neste relatório deverá simplesmente ser assinalado cada item na sua respectiva coluna. O número de marcas em cada coluna já será um indicativo do enquadramento inicial das empresas candidatas nos critérios definidos pela adquirente. Naturalmente irão se destacar aquelas que tiverem mais marcas na coluna que atende aos critérios estabelecidos, e que se colocarão como candidatas à aquisição.

Este relatório, ao identificar empresas candidatas, já propõe, de imediato, a eliminação daquelas outras empresas que não atendem aos propósitos da adquirente.

Após esta primeira seleção, a equipe deve agora colocar as empresas candidatas comparadas entre si, usando os mesmos itens do relatório anterior, mas agora atribuindo nota variável de 0 a 10, para cada um deles. Após a conclusão deste relatório, a soma dos pontos atribuidos a cada item, de cada companhia, criará uma classificação das mesmas. Naturalmente, aquela companhia selecionada como candidata com maior número de pontos passa a ser vista como a que mais se aproxima dos objetivos da adquirente.

Vejamos a seguir o modelo deste relatório de classificação:

RELATÓRIO DE CLASSIFICAÇÃO

| | EMP_1 | EMP2 | EMP3 | EMP4 ..... |
|---|---|---|---|---|
| 1.VENDAS<br>2.CRESCIMENTO DAS VENDAS<br>3. CRESCIMENTO DOS LUCROS<br>4. % LUCRO<br>5. INDICE DIVIDAS/PATRIMÔNIO<br>6. VALOR DO LUCRO<br>7. NÚMERO DE EMPREGADOS<br>8. VALOR DE MERCADO<br>9. LUCRO POR AÇÃO<br>10. PARTICIPAÇÃO DE MERCADO<br>11. CICLO DE VIDA DOS PRODUTOS<br>12. NÚMERO DE FÁBRICAS<br>13. LOCALIZAÇÃO DAS FÁBRICAS | | | | |
| TOTAL DE PONTOS | | | | |

É importante destacar que estes relatórios são instrumento auxiliar de identificação e avaliação de empresas candidatas. Embora o primeiro relatório seja elaborado com números exatos ou próximos da realidade, eles são bem melhores do que aqueles do segundo relatório, onde entrarão números subjetivos, definidos pela maneira de avaliação dos elementos da equipe, mesmo que prevaleça o critério da individualidade e depois média ponderada, ou o consenso de toda ela.

Além do mais, não será necessariamente a empresa selecionada com o maior número de pontos, aquela a ser a escolhida para a aquisição. Já enfatizamos que a avaliação detalhada dos itens destes relatórios se torna necessária pela equipe e depois por outros elementos que se envolverão no processo da aquisição. E isto sem deixar de lado as sutilezas que se desenvolverão entre as cúpulas diretivas de cada empresa.

Assim sendo, o segundo relatório indicará à equipe quais as empresas que deverão ser consideradas para a aquisição e

que delas maiores detalhes deverão ser obtidos.

Um resumo desta primeira etapa é sempre interessante de ser elaborado para conhecimento da direção da empresa adquirente. Ele mostrará o número de empresas selecionadas, como foram classificadas e listará aquelas que serão consideradas como candidatas iniciais, e a quem a equipe se dedicará com maior atenção e profundidade.

É de se admitir que nesta primeira fase, as companhias selecionadas para avaliação, não sabem ainda das intenções da adquirente; e também, que os dados obtidos vieram de fontes externas, através de publicações ou entidades de classe, de algum intermediário, corretor ou consultoria.

Com isto fica encerrada a primeira etapa de trabalho da equipe. A próxima etapa exigirá um esforço maior, pois relatórios mais específicos terão que ser elaborados, muitas vezes levando a um contáto inicial com as empresas selecionadas. E isto será necessário para se evitar perda de tempo. De nada adiantará a seleção de uma empresa que não quer ser negociada. A não ser que surja a tendência de uma tomada da empresa (take-over) através de uma oferta "tender". Não vamos nos ater a esta situação, embora reconheçamos a sua possibilidade.

SEGUNDA_ETAPA_DE_TRABALHO_DA_EQUIPE

A equipe responsável pela seleção do melhor candidato à aquisição deverá preparar o preenchimento de relatórios mais específicos, que cubram áreas de operação de cada uma delas.

Entre esses relatórios, podemos destacar:

- informações de caráter geral de cada empresa
- financeiro
- vendas
- mercado
- propaganda e promoção
- linha de produtos
- competidores
- pesquisa e desenvolvimento
- força de trabalho
- estrutura legal
- estrutura operacional
- situação dos ativos

Sem dúvida, os contátos entre a empresa adquirente e os candidatos selecionados terá início.

A equipe da adquirente deve estar preparada para os contátos que se iniciarão, estabelecendo um relacionamento cordial, franco e confidente com os representantes dos candidatas, deles esperando o mesmo tipo de comportamento recíproco.

A discrição e a confidencialidade são também requisitos básicos nestes contátos, para que eles possam ocorrer sem transtornos internos para as empresas candidatas.

Obtidos os dados requeridos pela equipe junto às empresas candidatas, eles deverão ser compilados e avaliados, permitindo conclusões iniciais, de tal forma que, se uma empresa está fugindo aos critérios básicos, deverá ser descartada e feita a devida comunicação, para que a intenção do negócio seja logo cancelada. Não deverão ser usados rodeios ou subterfugios, pois o tempo é importante em uma aquisição.

O que se procura nesta fase é o ajustamento das novas e mais amplas informações com os objetivos da adquirente, para que ela se convença de que está indo na direção correta.

Para tanto, a equipe da adquirente deverá estabelecer um cronograma de ação inicial, que leve a:

- contáto inicial com as empresas escolhidas, para saber do interesse na negociação
- obtenção dos dados para a elaboração dos relatórios desenvolvidos para a melhor avaliação das empresas escolhidas
- conclusão sobre o melhor candidato
- solicitar um trabalho de auditoria, para consolidação de seus dados
- solicitar apoio legal para a transação
- estabelecer o preço para a aquisição
- propor à alta administração da adquirente a execução da aquisição da empresa escolhida

Neste ponto, é de se admitir que a equipe tem todas as informações que precisa sobre a candidata proposta. É então, passada a continuidade da negociação para a cúpula diretiva da ad-

quirente, que se entenderá diretamente com a cúpula diretiva da empresa candidata, para o acerto final da transação e a oficialização do preço a ser pago.

## CAP. 7 - PROCESSO DE AQUISIÇÃO OU VENDA DE UMA EMPRESA

### INTRODUÇÃO

O desenvolvimento básico deste capítulo se fará dentro do contexto que a empresa adquirente vai utilizar sua própria equipe interna para levantamento dos candidatos, sua seleção, obtenção de dados preliminares e o início dos contátos externos, mantendo-se na negociação até a sua conclusão e, posteriormente, contribuindo para a integração da adquirida no contexto da adquirente.

Também estará colaborando para a avaliação dos primeiros resultados pós-aquisição, no confronto com as projeções esperadas com a aquisição.

Mais uma vez afirmamos ser o trabalho desta equipe, bastante árduo e diferenciado da rotina operacional e administrativa da adquirente. Será requerido dela experiência profissional para levantamento e avaliação de dados, bom entrosamento com os seus departamentos internos, que terão que dar sua contribuição para enriquecer as informações obtidas. E ainda mais, a habilidade para contátos externos com as empresas candidatas.

O apoio dado pela cúpula diretiva da adquirente é fundamental para o sucesso de seu trabalho. Principalmente nos momentos de tomada de decisão, levando-se em conta que todo o trabalho da equipe é considerado como o de um "staff" para essa mesma cúpula diretiva, na concretização de seus objetivos estratégicos.

Outro ponto interessante a ser destacado é que essa equipe se estrutura e passa a trabalhar em função de uma decisão estratégica orientada para a aquisição de uma nova linha de produtos ou empresa em plena atividade. E ela só terá sucesso desde que existam empresas que se candidatem a serem compradas. A não ser que a decisão estratégica de aquisição se fundamente em uma operação de "take-over" através da compra sigilosa de ações de uma determinada empresa, no mercado acionário. Ou então, que ela vai fazer esse "take-over" através de uma oferta "tender".

Vamos encaminhar nossa exposição no sentido de a adquirente saber o que deseja e que encontrará no mercado, a linha de produtos ou empresa em plena atividade, que se encaixe em seus objetivos estratégicos.

Na maior parte das vezes, as empresas que objetivam uma aquisição, a fazem dentro dos seus planos de rápido crescimento e fortalecimento futuro. No entanto, alguns analistas de aquisição têm concluido que bom número delas é resultante de uma proteção criada pela própria direção das empresas, para evitar que sejam elas as adquiridas por outros grupos.

Uma ou outra razão fazem parte dos objetivos estratégicos dessas empresas adquirentes e esta é a parte que nos propomos a desenvolver.

CARACTERÍSTICAS DA EMPRESA VENDEDORA

A equipe responsável pela avaliação mais aprofundada das empresas selecionadas como candidatas à aquisição, deverá de imediato separá-las entre:

. empresas de um só dono

. empresas familiares

. empresas de capital aberto

Cada tipo de empresa requererá tratamento e abordagem diferenciados. Deverá também ser levado em conta os motivos que levam à sua venda e a sua situação particular: financeira e operacional.

Inicialmente, a equipe precisa ter consciência de que todo vendedor procurará enfatizar mais os seus valores intangíveis do que os tangíveis. E isto porque os intangíveis são os valores latentes, não explorados presentemente, e que são objeto do seu poder no futuro, a serem devidamente explorados pela adquirente.

O vendedor procurará mostrar qual é esse valor intangível, no ato da negociação, e será um de seus pontos básicos, mais importantes que os valores tangíveis que estarão configurados nos demonstrativos financeiros. É esta parte, quase toda subjetiva, que a equipe precisará saber gerenciar de maneira habilidosa, para evitar um conflito inicial, que bloqueie a continuidade das negociações.

Quando a empresa candidata é procurada pela equipe da adquirente, o seu proprietário ou direção já tem pronto um preço para a transação, que associa esses dois valores, onde boa parte é dominada pelo valor subjetivo.

Se a equipe conseguir, com boa sensibilidade, caracterizar o desejo da venda, esta parte do valor intangível é o que mais merecerá atenção nos contátos futuros da negociação.

A empresa candidata à compra sabe muito mais sobre o negócio que está vendendo do que a adquirente fica sabendo sobre a empresa que ela está comprando. Isto representa uma posição de vantagem do vendedor durante a fase de negociação com o comprador.

O adquirente sempre estará procurando saber o máximo possível sobre a empresa candidata, mas as informações estarão limitadas ao nível inicial da confidencialidade e às vezes, o tempo não permite um aprofundamento na avaliação dessas informações.

Isto poderá levar a algumas conclusões otimistas no tocante à superestimação das previsões de vendas e lucros futuros e subestimação dos problemas ligados à integração das duas empresas, resultando diferenças no atingimento de seus objetivos. No entanto, esta é parte implícita no risco de uma aquisição.

E este risco é sempre reconhecido e minimizado quando a equipe faz todo o seu planejamento da aquisição, diferenciando-o para cada tipo de empresa candidata e levando em conta as suas peculiaridades. Esta é a margem de segurança criada para os imprevistos.

CARACTERÍSTICAS DA EMPRESA ADQUIRENTE

Quando a empresa decidiu, através do seu planejamento estratégico, que a garantia do seu rápido crescimento e fortalecimento futuro estaria na aquisição de uma nova linha de produtos ou de outra empresa em plena atividade, ela espera ver recompensado o seu esforço, através de uma integração fácil e rápida, e o retorno do investimento, no prazo definido, ou até menor.

A empresa adquirente deve ter uma postura quase que totalmente racional para se encaminhar nas diferentes etapas do processo de aquisição. É claro que existe uma parte subjetiva, que vai ser acionada quando dos contátos finais, para o fechamento da transação. No entanto, se a parte subjetiva for predominante, a negociação passa a ter um cunho emocional, ligado à vaidade de um dirigente majoritário, ou mesmo, da cúpula diretiva, para quem todos os dados obtidos e a sua avaliação têm valor secundário. É aqui que reside a diferênça básica do encaminhamento das negociações, e que as levará posteriormente ao sucesso ou insucesso da aquisição.

Para a empresa adquirente o que vale na empresa candidata à aquisição são os seus valores tangíveis e o seu histórico financeiro-contábil, aos quais ela associa o seu quadro de oportunidades futuras e procura concluir se eles serão viáveis de realização. Ela não deixa de incluir uma análise do potencial econômico da candidata e quanto tempo levará para ter o retorno do seu investimento.

É assim, uma posição oposta da empresa candidata, que sempre procurará colocar à frente das negociações os seus valores intangíveis e a eles associar a maior parte do valor atribuido ao seu negócio.

A empresa adquirente deverá levar em conta a existência do "good-will", quando ele o for de fato e de direito, e também os desenvolvimentos tecnológicos a meio do caminho de sua concretização. Aqui sim, estes valores intangíveis passarão a ser parte da negociação. Histórias de esforços, imagens, relacionamentos,

são coisas subjetivas que devem ser anotadas pela adquirente, mas que serão deixadas de lado na etapa da definição do valor da candidata, pois o seu status se alterará tão logo a adquirente a assuma.

ROTEIRO PARA OS CONTATOS

De uma maneira simples e objetiva, sugerimos o roteiro a seguir, que se alterará em termos do tamanho da empresa envolvida e do aprofundamento na avaliação de novos dados obtidos, até o maior número de reuniões por etapa.

Assim, poderemos ter:

- identificação de quem será contatado
- marcação da entrevista
- entrevista inicial
- obtenção de todos os dados para avaliação
- avaliação desses dados com o apoio de suas áreas internas:
    - finanças
    - contabilidade
    - tributária
    - legal
    - marketing
    - recursos humanos
- decisão sobre a continuidade dos contátos
- carta de intenções
- negociação do preço
- forma de pagamento
- assinatura do contrato

. início da operação conjunta e sua integração

. acompanhamento periódico dos resultados

INÍCIO DOS CONTATOS

Definida a lista das empresas candidatas à aquisição, a equipe deve se preparar para iniciar os seus primeiros contátos.

A confidencialidade continuará a ser um dos pontos fundamentais do comportamento da equipe e que deverá ser transmitida às pessoas contatadas junto aos candidatos.

A identificação da pessoa a ser inicialmente contatada, é passo importante e, geralmente cairá no seu principal executivo ou sócio majoritário. Este não é um trabalho difícil de ser realizado, podendo o nome constar nos dados anteriormente levantados pela equipe.

A obtenção de uma entrevista é o passo seguinte, com o cuidado de não revelar o verdadeiro motivo, para não criar um impacto, que possa impedir a continuidade de execução do plano. Se, no entanto, a candidata já manifestou seu desejo de venda, a marcação da entrevista deverá ser clara e simples.

Para que essa entrevista possa se desenrolar em ambiente favorável e camarada, a equipe tem que se preparar e treinar a sua apresentação, pois cada candidato terá uma personalidade e uma maneira de ver as intenções da adquirente.

Ainda, a equipe deverá ter um roteiro de seus contátos com cada candidato, associado a um cronograma, pois é certo que ela estará fazendo seu trabalho em várias frentes, uma vez que o tempo de execução é importante, e no seu decorrer, mais uma vez, alguns candidatos serão descartados no meio do caminho.

ENTREVISTA_INICIAL

A primeira entrevista é recomendável que seja feita por um único elemento da equipe da adquirente com o da candidata. Ela assim se mostrará mais simples e não colocará a adquirente em ampla exposição.

Ela deverá ser cordial e objetiva, com a afirmação do interesse da adquirente e medição da disposição da candidata em negociar. É na verdade, um confronto de intenções, que dirá sobre a sua continuidade ou não.

A adquirente deverá informar de seus objetivos estratégicos e de como a candidata se enquadra neles e indagar de como isso é entendido pela candidata.

Os dois lados usarão de muita perspicácia e sutileza nessa primeira entrevista, dai a importância da habilidade do representante da adquirente, pois ela é a maior interessada na continuidade da negociação, até que tenha formado seu próprio conceito da candidata.

Passada a primeira entrevista com a candidata, e acertada a obtenção de seus dados para uma avaliação mais aprofundada, novos contátos passarão a ocorrer.

Em uma segunda reunião com a candidata, a adquirente poderá expandir sua proposição, procurando discutir em conjunto:

- os objetivos estratégicos da adquirente e a existência de sinergia com a candidata
- os pontos fortes e fracos da candidata
- os benefícios que serão obtidos com a aquisição

Estas primeiras reuniões deverão ser norteadas nas primeiras informações obtidas pela equipe, que a classificaram como candidata à aquisiçAo, e que deverão ser confirmadas, através de um diálogo objetivo. Ainda, a equipe deverá tentar identificar a cultura predominante na empresa, para comparar com a sua, para evitar conflitos na fase de integração.

As reuniões deverão se realizar em clima ameno, respeitoso, e de preferência a primeira, fora do ambiente da candidata.

A responsabilidade da primeira reunião é transmitir o propósito da adquirente e que a conclusão do negócio será bom para as duas partes.

Cada nova entrevista irá aprofundar o relacionamento entre as duas empresas e seus contátos, ocasião em que se farão visitas para conhecimento de suas instalações, escritórios, laboratórios de pesquisas, políticas internas, etc. Também os dados obtidos, à medida que forem sendo avaliados, poderão requerer esclarecimentos adicionais e novas discussões.

Os departamentos internos da adquirente que se envolverão na avaliação das informações das candidatas farão suas relações de dados a serem obtidos, através da equipe, em cada nova reunião.

Em uma primeira etapa é recomendável que os departamentos internos da adquirente não se envolvam com as candidatas. Eles deverão passar seus relatórios para a equipe, com as indicações e conclusões. Somente após a melhor definição de quem será a candidata escolhida, é que o contáto se estreitará e a própria equipe incluirá os elementos necessários de cada departamento in-

terno em novas reuniões.

DECISÃO_SOBRE_AS_CANDIDATAS

Obtidos os dados de cada candidata, conforme solicitados pelos departamentos internos da adquirente, eles passarão a ser avaliados isoladamente.

Desejamos enfatizar que cada aquisição é um procedimento muito particular, atendendo a um objetivo estratégico de crescimento. Assim, cada departamento interno da adquirente, ao se envolver no processo da aquisição, elaborará os relatórios de dados adaptados à situação do momento. Por esta razão, não vamos colocar aqui exemplos de modelos, que poderão exceder ou faltar com itens, para uma determinada avaliação.

No entanto, os departamentos internos da adquirente que se envolverão na avaliação dos dados obtidos das candidatas, serão, no mínimo:

. finanças - deverá receber os demonstrativos financeiros dos últimos 5 anos, com a estimativa do ano corrente. Eles serão, basicamente:

- balanço patrimonial, que retratará a situação financeira da candidata;
- demostração de resultados - que retratará a situação operacional e o seu resultado econômico;
- demonstrativo de origens e aplicações de recursos - que mostrará a variação do capital circulante líquido, do início ao final do ano; também todas as origens de recursos e onde foram aplicados;

. fluxo de caixa - que mostrará o comportamento das disponibilidades em função das necessidades de caixa.

Uma avaliação correta será aquela com base mensal, que indicará se o candidato tem negócios sazonais e como está a tendência de seus negócios.

Será necessária a determinação dos índices financeiros, de forma ampla.

Em uma primeira etapa, a avaliação do passado e do ano corrente dirá bastante do comportamento da candidata sob a ótica financeira, e do seu enquadramento nos critérios da adquirente.

Um segundo passo será a projeção dos negócios da candidata nos próximos 3 a 5 anos (mínimo) para a avaliação das oportunidades visualizadas pela adquirente, e do volume de investimento adicional requerido para capital de giro e ativo permanente. Também o cálculo do retorno sobre o investimento.

. contabilidade - calculará o efeito da aquisição no balanço da adquirente, bem como na demonstração de resultado. Trabalhará em conjunto com o pessoal de finanças na elaboração das projeções dos próximos 3 ou 5 anos, e os resultados que ocorrerão nos balanços conjuntos, financeiro e econômico. Procurará mostrar os efeitos no valor das ações, nos índices financeiros, na nova capacidade financeira e qual será o resultado dos lucros por ação, em se tratando de sociedade por ações.

. tributário - indicará os efeitos que cada candidata trará no tocante ao pagamento de impostos; procurará indicar o melhor procedimento para cada aquisição para que se minimize o

efeito da taxação. É recomendável que este departamento trabalhe junto com o departamento legal de sua empresa e faça consultas junto a órgãos especializados para apresentar as melhores alternativas e estratégias de procedimento da aquisição, sob o ponto de vista dos impostos a serem pagos.

. legal - o advogado da adquirente deve ser cientificado do propósito da aquisição e sua participação é importante para:

- . avaliação da documentação que legaliza o funcionamento da candidata
- . checagem dos vários registros junto a órgãos públicos
- . checagem dos títulos de propriedade
- . avaliação da carta de intenção de compra
- . avaliação da forma de pagamento
- . elaboração ou acompanhamento do contrato de compra
- . avaliação de patentes e marcas registradas
- . avaliação de pendências judiciais

O advogado da adquirente deverá ficar fora das reuniões com as candidatas até o momento do fechamento da aquisição.

. marketing - deverá ser consultado sobre a atuação de cada candidato no mercado, sua imagem e relacionamento com a clientela; deverá ainda ajudar no estabelecimento das projeções de vendas para os próximos 3 a 5 anos.

. produção - deverá ser integrada na equipe, na fase de maior intensidade da negociação, para visitar a candidata, para

contáto com o seu equipamento, processos de fabricação, elementos de controle, etc., para emitir seu parecer quanto à compatibilidade com a forma de operar da adquirente.

- recursos humanos - deverá se ligar à equipe para avaliar o organograma de cada candidata, a situação dos elementos de primeira e segunda linha diretiva e gerencial, o grau de profissionalização desses elementos, o seu aproveitamento futuro, etc. Ainda, a cultura existente dentro da candidata e relacioná-la com a sua. Deverá avaliar o tipo de relacionamento com o sindicato de sua classe, problemas de ordem trabalhista, etc. Este departamento será o responsável pela apresentação do programa de integração da adquirida junto a adquirente, para que a negociação mostre o mínimo de incidentes.

Tudo devidamente avaliado, a equipe reune agora um conjunto de informações que lhe permitirá indicar à direção da adquirente os dois ou três melhores candidatos.

Aprovadas as indicações, as demais deverão ser imediatamente comunicadas do desinteresse na continuidade dos contátos, devolvendo-lhes o que foi passado como informações. Mais uma vez, a habilidade da equipe é requerida, para que não se perca tempo com desculpas ou justificativas desnecessárias. Uma aquisição é um negócio, e assim deve ser tratado.

CARTA DE INTENÇÃO

A melhor das empresas candidatas deve ser informada do firme propósito da aquisição, firmando-se com ela uma carta de intenção de compra.

A carta de intenção deverá ser simples, mas contendo os elementos básicos que garantam a continuidade das negociações, já em sua fase final, e que leve a empresa candidata a fornecer os últimos dados solicitados pela adquirente, e que já possam ser revelados aqueles até então mantidos em confidencialidade. Ela deverá especificar a sua validade, de no máximo dois meses.

Os dois lados deverão reconhecer que não poderão ser ocultadas informações, que possam colocar em risco o fechamento da negociação, ou torná-la posteriormente discutível.

Um ponto que deverá ficar claro entre as partes é que, a carta de intenção, pelo seu próprio nome, indica a disposição da adquirente em fechar o negócio com a empresa candidata, bem como a disposição da candidata em ser adquirida, mas que ela não é um instrumento de garantia plena. E isto é natural, pois novos fatos poderão surgir que impeçam o fechamento da negociação, e o que se terá a lamentar será apenas o tempo dispendido até esse momento.

A carta de intenção deverá ser elaborada pelo departamento legal da adquirente e encaminhada pela equipe para a candidata, para a sua devida avaliação.

No geral, essa carta de intenção deverá conter:

- a manifestação do interesse na aquisição
- a posição da adquirente em negociar com exclusividade com a candidata
- a sugestão de datas para a auditoria
- o estabelecimento do preço preliminar para a transação

- a forma de pagamento e o estabelecimento de um valor de garantia a ser pago após um certo período da posse, para atender a imprevistos
- data para a assinatura do contrato final
- data de posse
- posição dos escalões superiores até a data de posse e durante o período de transição

Havendo a concordância entre as partes, a equipe solicitará a descrição completa dos ativos e passivos da candidata, bem como dos registros de marcas e patentes, para o trabalho final da auditoria.

Correndo a auditagem dentro das expectativas da adquirente e a equipe ultimando os preparativos para o contrato final e a posse, vão se desenvolvendo os encontros para o acerto do preço final.

NEGOCIAÇÃO DO PREÇO

Embora no capítulo 9 venhamos a tratar das várias formas de determinação do preço de uma empresa, todas elas serão resultantes de cálculos com bases objetivas e subjetivas, e que darão a melhor indicação, levando-se em conta as premissas consideradas e as oportunidades visualizadas pela adquirente.

Na verdade, o valor final será colocado em uma mesa de discussão, entre a adquirente e a adquirida, cada parte com a sua visão específica sobre ele.

O bom senso, o entendimento e o respeito desenvolvido até o momento nas negociações, é que estarão prevalecendo e levarão ao preço definitivo, que poderá ser igual ou diferente daque-

le da carta de intenção.

É difícil prever o desfecho, mas é ele que consagrará a aquisição.

Acertado o preço entre as partes, é de se admitir que a forma de pagamento tenha sido também discutida.

FORMA DE PAGAMENTO

A adquirente tem três meios de efetuar o pagamento da aquisição:

- com suas ações, se for uma sociedade anonima
- em dinheiro, à vista ou a prazo
- ações e dinheiro

A maior parte das aquisições tem sido feita com dinheiro, que é o que mais satisfaz à empresa candidata, através de seus proprietários ou acionistas.

Apesar de todo o cuidado que a equipe da adquirente terá no levantamento e avaliação de dados da candidata, ela precisa reconhecer que uma coisa é estar na negociação e outra administrando a aquisição. Imprevistos poderão surgir logo na primeira fase de integração, cujo meio mais garantido para eles, é estabelecer o pagamento parcial, deixando uma parcela variável de 5 a 20% do preço total, a ser paga após 3 a 6 meses da data da assinatura do contrato e posse da adquirida.

Os departamentos legal e tributário das duas empresas deverão estudar de maneira conveniente a melhor estrutura de pagamento, sob o ponto de vista de impostos, de tal forma que eles sejam os menores possíveis.

É de se prever a reação desfavorável da adquirida, pois ela estará na suposição de nada estar escondendo, conforme indicou ao aceitar a carta de intenção. Mas, esta é uma medida recomendada, como única garantia para a adquirente para esses imprevistos. Fazer tudo como gostaria a adquirida e ter surpresas após a posse, somente a reclamação judicial terá valor e será demorada a sua conclusão.

Esta parte bem esclarecida quando da apreciação da carta de intenção, será um bom seguro para a adquirente.

ASSINATURA DO CONTRATO

Dentro do prazo estabelecido na carta de intenção, as duas partes envolvidas devem chegar ao acordo final, e se encontrarem prontas para a assinatura do contrato da aquisição.

É de se esperar que a equipe da adquirente tenha se aprofundado nos pontos considerados como relevantes, com o apoio das suas áreas internas e que a auditagem não tenha mostrado situações que pudessem interromper o curso das negociações.

Uma sugestão dos termos do contrato deve ser elaborada pelo departamento legal da adquirente para ser apreciada pela adquirida, com um conteúdo que permita reparos que atendam aos interesses mútuos.

O contrato deverá ser a confirmação da carta de intenção, principalmente no tocante à forma de pagamento, data de posse e a implementação do plano de integração e transição.

Devidamente acertado o conteúdo do contrato entre as partes, após o seu cuidadoso exame, o mesmo deve ser assinado o mais rápido possível, para impedir que o próprio tempo seja um

novo elemento a agir contra o fechamento da transação.

É necessário o rápido registro do contrato no competente cartório de títulos e documentos, para produzir os efeitos legais respectivos.

O contrato poderá ser assinado em encontro discreto entre a direção das duas empresas, assistidas pelas equipes auxiliares. Ou então, poderá ter caráter festivo, o que não é o normal. Geralmente o anúncio da transação é suficiente, através da mídia impressa, por força legal por se tratar de sociedade anônima, ou por respeito aos seus funcionários, clientes, bancos e fornecedores.

Junto ao contrato deve estar o plano para a posse da adquirida, bem como o nome das pessoas responsáveis pela fase de transição e sua implementação.

INÍCIO DAS OPERAÇÕES CONJUNTAS

Apesar de todo o cuidado dispensado pela equipe da adquirente na fase de negociação, com respeito aos dados da adquirida, é nesta fase que se terá a oportunidade de comprová-los, nas suas diferentes áreas de atuação.

A equipe que até então trabalhava com dados e mantinha contátos com um número limitado de pessoas da adquirida, agora está transferindo aos responsáveis pela posse, o contáto com as partes físicas, numéricas e, principalmente, humanas. E este breve período, de adaptação de estratégias operacionais, ligado à reação humana, é que garantirá o sucesso imediato da aquisição; ou então já se mostrarão os pontos que precisam ser melhor analisados, adaptados ou eliminados.

Daí a grande importância dada pela equipe aos elementos das áreas da adquirente, que se envolveram nos detalhes da adquirida, para que a pudessem conhecer bem e possibilitar uma posse sem traumas. O trabalho do departamento de recursos humanos da adquirente deve ter-se voltado para entender a cultura e os anseios da adquirida e propor para o período de transição, o modelo que melhor se adaptasse para minimizar reações desfavoráveis.

Duas culturas conflitantes podem eliminar todas as oportunidades de concretização dos planos futuros de uma adquirente. Daí observarmos situações em que a adquirida mantém-se independente na sua atividade, aceitando apenas as regras gerais, e procurando maximizar os resultados esperados com a transação.

Daí não ser possível o estabelecimento de regras de comportamento, mas sim alertar para o melhor plano de adaptação da adquirida à adquirente, que lhe permita atingir seus objetivos estratégicos.

Como a equipe que atuou desde o início da operação continuará existindo por mais dois ou três meses, até a plena integração da adquirida, ela deverá acompanhar e assistir aos responsáveis, com:

- sugestão da formação de um comitê de decisões para as políticas básicas operacionais
- implementação dos objetivos de vendas e financeiros contidos nos dados anteriormente elaborados
- definição da forma de comunicação entre as duas empresas e os relatórios necessários

- comunicação aos funcionários da adquirida, de como será a nova organização; isto deverá ser feito em grupos, e por níveis funcionais
- comunicação aos clientes, bancos e fornecedores, de como agirá agora a adquirida

O que se vai esperar nos primeiros dois ou três meses de operação é que comecem a surgir os resultados previstos com a aquisição, o que virá a consolidar a expectativa de um bom negócio realizado.

ACOMPANHAMENTO PERIÓDICO DOS RESULTADOS

Para se comprovar a expectativa de resultados, somente comparando-os com os dados que a operação do dia-a-dia for gerando.

Para isto, a equipe desenvolverá relatórios especiais que deverão ser preenchidos por algumas áreas da adquirida e discutidos no final de cada mês, pelo menos nos três primeiros meses de transição.

Recomenda-se relatórios oriundos das áreas:

- financeira
- produtiva
- recursos humanos
- vendas

O tamanho e o conteúdo desses relatórios é variável. No entanto, deverá conter o mínimo que permita avaliar os resultados, para que se possa, rapidamente, adotar ações de ajustes onde for requerido.

A padronização das informações desses relatórios ajudará na concentração dos temas a serem discutidos e impedirá a dispersão de tempo com discussões improdutivas.

O trabalho da auditoria pós-aquisição será fundamental nestes três primeiros meses e ajudará a direção da adquirente a entender a sua decisão e avaliar adequadamente os resultados.

Após esses três meses, a equipe deve ser dissolvida ou então, mantida como "staff" para futuras negociações. Seu trabalho terminou, mas ficou a experiência adquirida, que é de grande importância para os objetivos estratégicos da empresa.

## CAP. 8 - CORRETORES E CONSULTORES PARA AQUISIÇÕES

Nós já haviamos considerado que o processo de aquisição poderia ser desenvolvido por:

- equipe interna da adquirente, atuando em conjunto com os seus vários departamentos especializados (finanças, legal, tributário, etc.);
- equipe mista, em que a equipe interna se envolve com pessoal externo (corretores, consultoria, bancos de investimentos);
- atuação exclusiva de pessoal externo: corretores, consultores ou bancos de investimentos, que vão fazendo as ligações entre a empresa adquirente e alguns candidatos, até o fechamento do negócio da aquisição. Esta última situação ocorre em função da confidencialidade envolvida ou o tamanho das empresas, de porte pequeno ou médio, que não têm como fazer a sua parte.

Nos capítulos 6 e 7 desenvolvemos um plano de ação, levando em conta a existência de uma equipe responsável por todas as suas etapas, até a sua concretização e integração.

Não podemos, no entanto, deixar de citar o trabalho executado por corretores, consultores e bancos de investimentos na atividade de aquisições.

Eles têm desempenhado um papel importante e cada vez mais, reunem informações, relações e experiência para ajudar vendedores e compradores de empresas a concretizarem os seus objetivos.

Vamos portanto, falar de cada um deles e como atuam no processo de aquisições.

Tomada a decisão da compra ou venda de uma empresa, e que a transação se apoiará no trabalho executado por um agente externo, a empresa terá que procurar aquele que melhor se adapte aos seus objetivos e possa proporcionar a melhor transação para as partes envolvidas.

A dimensão da empresa a ser negociada dirá, em princípio, o tipo de intermediário a ser utilizado, e a sua qualificação e experiência comprovada no campo de aquisições.

CONCEITO DE INTERMEDIÁRIO

Será extremanente útil a identificação e conceituação das entidades que atuam no campo de aquisições, e até onde vão suas atividades, junto às partes envolvidas.

Assim, destacamos:

. apresentador - é o indivíduo com bom relacionamento nos meios empresariais, capaz de fazer a indicação ou introdução de duas partes interessadas em uma aquisição ou venda. Ele é no geral um executivo atuante ou aposentado, diretor de banco, advogado, ou com outra atividade, mas com grande facilidade de entrosamento, que lhe permite levar a oferta de uma venda a possíveis candidatos, ou então, procurar empresas para um candidato comprador. Seu papel não é o de um especialista na compra ou venda de empresas; daí, terminar o seu trabalho tão logo promova o contáto entre as partes interessadas. A sua atuação é sempre local.

. corretor de negócios - é um indivíduo ou firma especializada nas negociações de compra ou venda de empresas. No ge-

ral, possui um cadastro de firmas, previamente selecionadas, que se mostram como candidatas a operações de compra ou venda de seus negócios. Está habilitado a discutir com o seu cliente as possibilidades existentes para a realização da operação, a qual poderia se estender para outras áreas fora de sua localização, sejam outras cidades ou estados. Ele toma a iniciativa do primeiro contáto, para sentir a possibilidade do interesse na transação, colocando em seguida as partes para se encontrarem e desenvolverem os seus entendimentos. Poderão continuar assistindo ao seu cliente, em função do que for acertado sobre o seu trabalho. A sua experiência pode ajudar o seu cliente a determinar o preço da empresa envolvida na negociação. Não se deve esperar do corretor relatórios financeiros, ou outros especializados, sobre as empresas que vier a indicar, bem como avaliações sobre os mesmos. A sua atuação é razoavelmemnte limitada neste campo, embora se reconheça a sua sensibilidade na identificação e indicação de boas propostas para a venda ou compra.

. consultores de negócios - são firmas que se especializam em catalogar empresas que poderão ter interesse em serem vendidas ou mesmo comprarem outras. Estão sempre atentas aos movimentos entre empresas e os seus resultados financeiros, que possam provocar o interesse de sua venda. Acompanham também o seu crescimento em participação de mercado, lançamento de novos produtos, qualificação tecnológica e as oportunidades que têm no seu horizonte de crescimento. São firmas com funcionários especializados, ou então são departamentos de bancos de investimentos ou comerciais, que hoje se estruturam para ingressar neste campo de

aquisições.

Os consultores se dedicam a empresas médias e grandes, devido à exigência de informações preliminares e suas avaliações, bem como em assistir o seu cliente em todas as fases pré e pós-aquisição. Elas apresentam condições de promover o atendimento dos objetivos estratégicos de seu cliente, na busca do candidato ideal para a negociação pretendida.

Os Departamentos de Aquisições dos bancos comerciais e de investimentos fazem o mesmo trabalho dos consultores, podendo ampliá-lo pelas sugestões da forma de pagamento, com seus financiamentos que muito auxiliarão as empresas adquirentes no fechamento do negócio.

A maior ou menor participação do apresentador, corretor ou consultor nas negociações deverá ser ditada pela empresa contratante. Ela deverá ter a sensibilidade suficiente para sentir quando é necessária sua participação exclusiva ou conjunta, e que dados ou informações a mais serão necessários.

REMUNERAÇÃO DO INTERMEDIÁRIO

O trabalho executado pelo intermediário é remunerado, através de um acordo entre as partes.

O contratante se responsabiliza pelo pagamento desse trabalho. No entanto, poderão ocorrer situações em que o contratante é a empresa adquirente e ela estabelecer um valor fixo para o seu intermediário, dando-lhe a oportunidade de cobrar uma comissão da empresa vendedora ou adquirida.

No geral, a empresa adquirida é quem paga pelo trabalho do intermediário.

O valor do trabalho do intermediário é uma comissão sobre o valor da venda.

Se a negociação é com uma empresa pequena, onde se envolvem o apresentador ou o corretor, a comissão varia entre 5% e 10%, dependendo do valor da venda.

Para as transações a partir de empresas médias para cima, é utilizada a fórmula Lehman, com os seus parâmetros 5-4-3-2-1. Ou seja, serão pagos:

. 5% para o primeiro US$1 milhão

. 4% para o próximo US$1 milhão

. 3% para o próximo US$1 milhão

. 2% para o próximo US$1 milhão

. 1% sobre o que exceder US$4 milhões

Nos Estados Unidos esta forma de pagamento é aceita nas discussões judiciais, quando surgem desentendimentos entre um contratante e um intermediário em uma aquisição.

Podemos admitir que aqui no Brasil, também os consultores e bancos procuram adotar este mesmo critério, da fórmula Lehman.

RESPONSABILIDADE DO PAGAMENTO DA COMISSÃO

Como já afirmamos, o pagamento da comissão é de responsabilidade da empresa contratante dos serviços do intermediário.

Se a iniciativa é de venda de uma empresa, fica bem clara a posição de responsabilidade do pagamento da comissão pelo vendedor.

Se, no entanto, um intermediário é contratado para encontrar empresas candidatas à venda, poderá ser estabelecida a

responsabilidade de todo o pagamento pela adquirente. Neste caso, é recomendável que a adquirida seja cientificada, para se evitar o duplo pagamento da comissão.

Ou então, a contratante adquirente determina um valor fixo pelo serviço do intermediário, e o autoriza a negociar sua comissão com as empresas candidatas, garantindo o recebimento daquela que for a escolhida.

O que tem dado margem a acordos com os intermediários é sobre a concretização ou não da transação.

Para os casos em que o intermediário é contratado pela empresa vendedora, ele só fará jús à comissão, se houver a transação.

Quando o intermediário é contratado pela adquirente, poderá ser acertado o pagamento do tempo de dedicação e despesas com viagens, como um ressarcimento justo pelo tempo dedicado.

CARTA_DE_COMPROMISSO

No sentido de resguardar direitos entre as partes envolvidas, o contratante e o intermediário, é sempre bom que haja uma carta de compromisso, na forma de um contrato, definindo o pagamento da comissão.

Nesse contrato deverá estar bem claro:

- a forma de contratação do serviço
- o valor a ser pago, variando desde um fixo até uma comissão sobre o preço da aquisição
- a forma de pagamento
- a obrigação do pagamento pelo contratante

. a ressalva de que o intermediário poderá ou não cobrar uma comissão da outra parte envolvida

. a sua duração

No geral, quando se tratar de pagamento de comissão sobre o valor da transação, ele é feito em dinheiro.

Se a transação for liquidada no ato da assinatura do contrato, o intermediário receberá a sua parte logo em seguida.

Se houver retenção de parte do pagamento, como uma reserva de contigência, deverá ficar claro no contrato com o intermediário, se ele receberá o seu valor de forma integral ou se estará sujeito a uma quebra, recebendo sua parte, conforme for liquidado o pagamento total da transação.

Havendo uma operação com pagamentos parcelados, a posição do intermediário será aquela que for acertada no seu contrato.

Quando o valor da operação de compra ou venda for definido para ser pago em dinheiro, o cálculo da parte do intermediário é facil de ser feito, independente de como ele venha a ser pago.

No entanto, se a operação for concretizada com a compra de ações da adquirida, ou então o pagamento for feito com ações da adquirente, o melhor caminho para o intermediário será adotar o valor de mercado dessas ações no dia da assinatura do contrato, e sobre ele calcular a sua parte.

O contratante deverá tomar o cuidado de obter documentação clara do intermediário, sobre o pagamento de seu trabalho, para evitar posteriores reivindicações.

A quantia acertada do preço total, será paga em cheque, junto com o contrato final, que deverá ser registrado em cartório, para efeito de suas cláusulas.

# CAP. 8 - DETERMINAÇÃO DO VALOR DE UMA EMPRESA

## INTRODUÇÃO

Nós já nos detivemos nos capítulos 6 e 7 com a abordagem feita pela equipe da adquirente após a decisão de uma aquisição, como parte de seus objetivos estratégicos de crescimento.

Também expusemos o roteiro a ser seguido pela equipe para o desenvolvimento do seu trabalho, passando pela identificação e seleção de empresas candidatas, bem como a avaliação de seus dados para conduzí-la à escolha da empresa que melhor se enquadrasse nos seus critérios de aquisição.

Deixamos para este capítulo a parte referente à determinação do valor da empresa candidata, ou seja, aquele que melhor reflita os seus ativos fixos e inventários, associados à expectativa de futuras oportunidades vistas pelo adquirente.

E o fizemos com o intuito de poder melhor expô-lo, por julgarmos que esse valor é que conduzirá ao coroamento dos entendimentos entre as partes envolvidas na transação.

Enquanto a empresa vendedora tem um ponto de vista sobre o seu valor, com base em seu patrimônio ligado ao "goodwill", e o que ela já produziu de receitas e lucros até a data, temos de outro lado o comprador, com uma visão bastante racional, atribuindo um valor à empresa com base no que ela trará no futuro em termos de retorno sobre o investimento a ser feito, e a sua participação mais efetiva no composto produto-mercado.

Para a empresa adquirente, a análise de ordem financeira tem grande importância, pois ela responderá a várias indaga-

ções sobre o comportamento da empresa candidata, no seu passado, limitado a no máximo 5 anos, e como se situa no presente. E a partir disto, projetar o seu futuro, mas com as premissas que a adquirente tem para o seu funcionamento.

A empresa adquirente procurará conhecer quais as principais áreas de riscos em que se envolverá com a aquisição, (1) no tocante ao retorno sobre o investimento/e (2) a alteração da sua relação dívidas com terceiros/capital próprio. Também procurará saber como (3) ficará sua capacidade de obtenção de financiamentos de terceiros, por se tornar maior. (4)

Ainda, qual o preço máximo que ela poderá pagar para a empresa candidata, sem provocar desequilíbrios financeiros, dentro do período de pagamento da aquisição.

Estas situações estarão claramente demonstradas nas projeções futuras de suas novas vendas e lucros líquidos, constantes nos fluxos de caixa e demonstrativos financeiros.

A equipe da adquirente procurará caracterizar a transação na sua forma de pagamento e se esses recursos serão próprios ou haverá necessidade de sua obtenção através de financiamentos.

VALOR_DE_UMA_EMPRESA

Há várias maneiras de se determinar o valor de uma empresa.

Podemos partir do ponto de vista do vendedor, que vê nos seus ativos o que vale o seu negócio e chegar ao ponto de vista do comprador que associa a esses ativos as oportunidades futuras de crescimento de sua empresa.

Assim, o preço de uma empresa variará entre esses dois limites, até o ponto de encontro daquele que se ajuste aos interesses mútuos e possibilite a concretização do negócio.

Entre esses dois limites surgem vários métodos de avaliação, que podemos separar em dois grupos:

. métodos de avaliação objetivos

. métodos de avaliação subjetivos

AVALIAÇÃO OBJETIVA

Este tipo de avaliação toma como base os ativos da empresa candidata, deixando de lado as receitas e lucros que eles podem gerar. É uma avaliação estática.

A avaliação da empresa poderá ser feita, mesmo que não se esteja planejando a sua aquisição ou venda. E ela tem a sua importância, devido às diferentes fases financeiras pela qual ela passa.

. VALOR CONTÁBIL - é aquele obtido no último balanço patrimonial e representa o excedente da diferença entre o ativo sobre o passivo, mostrando o valor de seu patrimônio líquido. Se for o caso de empresa com ações preferenciais, elas deverão ser deduzidas para a determinação do valor contábil.

É preciso cuidado na análise dos ativos da empresa, devido à existência de "good-will" ou despesas pré-operacionais, ou outros itens específicos; e isto porque todos esses valores posteriormente terão que ser acertados dentro das normas contábeis da adquirente. O valor contábil é pouco considerado nas aquisições, por ser um valor estático.

. VALOR DE MERCADO - é aquele dado pela multiplicação do número de ações existentes pelo seu preço em Bolsa de Valores, em uma determinada data, quando se tratar de uma sociedade anônima. Se for uma empresa por quotas, o valor de mercado deixará de ser objetivo, pois será aquele que o vendedor acredita ser, a partir do seu valor contábil. No primeiro caso, o valor de mercado funciona como um valor mímino para uma operação de venda.

. VALOR RAZOÁVEL DE MERCADO - é aquele definido pelas partes envolvidas em uma transação de compra e venda, levando-se em consideração que ambos dispunham de informações suficientes para assim agir e que esse valor é considerado como razoável do ponto de vista legal e fiscal. No geral, superará o valor de mercado.

. VALOR DE EXPECTATIVA - é aquele gerado pelo interessado na aquisição, com base em dados preliminares, de vendas ou lucros, sobre os quais ele coloca um fator de multiplicação. Por exemplo: 1,5 vez a venda de um ano; ou 10 vezes o lucro do último ano.

. VALOR DE REPRODUÇÃO - é aquele atribuido aos ativos atuais mas a valor presente de reposição. Ele promove a atualização dos valores ativos da empresa.

. VALOR DE LIQUIDAÇÃO - aquele atribuido a uma empresa pelos seus ativos, quando em fase de paralização de suas atividades, por acidentes ou problemas financeiros. É uma avaliação com problemas devido a que seus ativos são difíceis de serem vendidos e parte das duplicatas a receber e estoques não conseguem ser passados pelos seus valores nominais. Há que se considerar que as

duplicatas a receber são valores futuros na data de liquidação, para as quais se terá que usar um fator de desconto. O mesmo caso se passa com as dívidas de curto e longo prazo, que também são valores a serem pagos em datas futuras. Além do mais, surgem situações de ordem legal e trabalhistas que passam a ser prioritárias, dificultando mais ainda a determinação do seu valor.

O método objetivo de avaliação é baseado em custos dos ativos e por isto, mostra-se desatualizado. Atende aos princípios legais e contábeis, mas não mostra a sua potencialidade na geração de riquezas.

Apenas o método do valor de mercado tem o seu destaque, mas é válido somente para as companhias que são sociedades anônimas e têm suas ações transacionadas nas Bolsas de Valores.

Podemos notar que estes métodos de avaliação não são destinados para se saber por quanto se poderá vender uma empresa, pois todos os seus valores estão a preço de custo, deixando de considerar as receitas e lucros que poderão gerar no futuro, que é o que interessa na determinação do seu valor para a venda.

AVALIAÇÃO SUBJETIVA

Quando os ativos de uma empresa são relacionados com a sua capacidade presente e futura de gerar receitas e lucros, somos forçados a fazer projeções dessas expectativas. E trabalhar com dados futuros é se ligar a situações que envolvem graus de probabilidade de acerto com a criação de cenários: conservadores, mais prováveis e otimistas.

A avaliação desses dados futuros será feita em termos de valor presente, em data próxima à da concretização da aquisi-

ção, utilizando-se para tanto uma taxa de desconto que reflita, no mínimo, a taxa de custo de capital da empresa.

A obtenção desses dados futuros em termos de valor presente dará a idéia inicial do valor da empresa candidata. A esta operação denominamos de técnica de desconto de fluxo de caixa.

A maneira mais simples de se estabelecer o valor da empresa será através do modelo a seguir, onde os dados futuros serão para 3 ou 5 anos:

- projeção do fluxo de caixa
- determinação da taxa de desconto
- cálculo do valor presente do fluxo de caixa
- cálculo do valor residual da empresa
- determinação do valor máximo da empresa

A partir dos demonstrativos financeiros: balanço patrimonial e de resultados, dos últimos 3 anos, da empresa candidata, vamos projetar o seu fluxo de caixa para os próximos 5 anos.

Como estamos vivendo um período de alta inflação, devemos eliminá-la em nossas projeções, usando assim moeda constante. Com isto, deverá ficar claro que a variação dos valores em moeda representará aumentos ou diminuições reais, nos diferentes itens a serem desenvolvidos.

A obtenção do fluxo de caixa projetado será função das estimativas de determinados itens do balanço patrimonial e da demonstração de resultados, feitas pela equipe da adquirente, já levando em conta efeitos de sinergia que serão obtidos, da atuação conjunta.

CENÁRIOS_PARA_AS_PROJEÇÕES

A equipe da adquirente deverá, inicialmente, levar em consideração nas suas projeções futuras, a criação de 3 cenários, para ficar com mais espaço nas avaliações e poder discutí-las com maior profundidade.

Assim, esses cenários deverão apresentar números:

- conservadores
- mais prováveis
- otimistas

As primeiras projeções deverão mostrar as percentagens de crescimento das vendas e do lucro operacional antes do imposto de renda.

As percentagens poderão ser constantes dentro de cada cenário, ou variar por faixas de tempo, tanto para vendas como para lucros. Isto será função da condição de segurança ou incerteza que norteará as projeções, por parte da equipe.

Ainda, será necessário que a equipe calcule o valor residual da aquisição, no final do período das projeções.

FLUXO_DE_CAIXA

O fluxo de caixa deverá ser desenvolvido com itens básicos, ano a ano, que permitam rapidamente calcular o seu valor.

Há duas maneiras para se chegar ao fluxo de caixa:

. calculando-o como um demostrativo, com os itens:

. valor das vendas líquidas (V)
- despesas operacionais
= lucro operacional antes do I.R.
- imposto de renda (T)
= lucro operacional após I.R
+ depreciação
- investimento incremental em capital fixo (f)
- investimento incremental em capital de giro (w)
---
= fluxo de caixa final

. ou então, através da fórmula:

$$FC = V(f-1)[1+g(t)][p(t)][1-T(t)] - [V(t)-V(t-1)][f(t)+w(t)]$$

sendo: FC = fluxo de caixa

g = taxa de crescimento anual das vendas

p = % do lucro operacional antes do I.R.

A primeira maneira de cálculo do fluxo de caixa também poderá ser desenvolvida através do modelo abaixo:

FC = (lucro operacional)(1 - taxa do I.R.) + depreciação e outros custos que não afetam o caixa - (investimento incremental em capital de giro + despesas com novos investimentos)

Ou ainda:

lucro operacional
x (1 - taxa de I.R.)
+ depreciação
- aumento CCL
- aumento investimentos
---
= fluxo de caixa

A utilização de uma ou outra maneira para se chegar ao fluxo de caixa pretendido requererá que a equipe estabeleça, para cada cenário, as percentagens de cada item da fórmula acima.

CÁLCULO DA TAXA DE DESCONTO DOS FLUXOS DE CAIXA

Como os fluxos de caixa são projeções de valores futuros, terá que ser definida uma taxa para descontá-los, e que seja compatível com o seu custo de capital e a taxa de retorno para um investimento isolado.

A taxa de custo de capital não é tão simples para ser calculada e ela envolve o custo de empréstimos de terceiros e o custo do seu capital próprio.

O custo dos empréstimos poderá ser obtido internamente ou junto aos bancos comerciais ou de investimentos. O seu valor final será essa taxa menos o que será deduzido a favor do imposto de renda.

Já o custo do capital próprio requererá um cálculo diferente, que levará em conta a taxa que pagam os títulos livres de risco, que no nosso caso são os juros da Caderneta de Poupança [i(CP)], mais uma taxa que o mercado pagaria para os títulos de risco [i(M)] menos a taxa livre de risco, multiplicada por um índice de volatilidade da sua ação na Bolsa de Valores (beta). Isto é representado por:

$$CCP = i(CP) + beta\ [i(M) - i(CP)]$$

Ocorre que poucas são as empresas sociedades anônimas que participam dos processos de aquisição no Brasil, e daí a dificuldade de se efetivar este cálculo.

Achamos que é mais razoável utilizarmos a taxa de juros da Caderneta de Poupança, que é de 6,25% ao ano, mais uma taxa que aproxime o seu valor total do rendimento real do índice da Bolsa de Valores de São Paulo - índice BOVESPA.

Ou então, levando em conta a forma de aplicações financeiras existentes no mercado brasileiro, por parte das empresas e investidores, que vão para outros ativos além da Bolsa de Valores, estabelecer um quadro comparativo de seus ganhos no último ano, e adicionar um valor médio ao rendimento da Caderneta de

Poupança, e determinar a taxa de desconto para os fluxos de caixa. Isto por si, justificaria a sua adoção como taxa de desconto.

Ainda, pode-se calcular a taxa interna de retorno da adquirente nos últimos cinco anos e adotá-la como a taxa de desconto. Isto significará que, ao trazer os fluxos de caixa a valor presente, e se determinar o valor da empresa candidata à aquisição, ele será um preço que garantirá, no mínimo, o retorno sobre os investimentos habituais da adquirente.

Definida a taxa de desconto para os fluxos de caixa futuros, vamos utilizar o conceito de valor presente, o qual poderá ser obtido através de:

$$VP = FL\ CX\ /\ (1+i)^n$$

onde:

VP = valor presente de um fluxo de caixa futuro
i = taxa de desconto
n = localização do fluxo de caixa no tempo

Como teremos fluxos de caixa para um certo número de anos à frente, deveremos calcular o valor presente de cada um deles e depois obter a soma total.

CÁLCULO_DO_VALOR_RESIDUAL_DA_ADQUIRIDA

No final do período das projeções do fluxo de caixa, deverá ser calculado o valor residual da empresa candidata através de:

$$VR = [(LOP\ /\ i)] \times (FVP)$$

onde:

. VR = valor residual
. LOP = lucro operacional depois do I.R. no último ano
. FVP = fator de valor presente do último ano

Com este procedimento obter-se-ão todos os valores presentes de cada fluxo de caixa futuro, mais o de seu valor re-

BIBLIOTECA KARL A. BOEDECKER

sidual.

VALOR_MÁXIMO_A_SER_PAGO_PELA_CANDIDATA

Obtido o valor presente dos fluxos de caixa mais o valor residual da candidata, dele deverá ser subtraido o total de dívidas de longo prazo, e estará estabelecido o valor máximo a ser pago, dentro de um determinado cenário.

Para tanto, como já dissemos, têm que ser feitas tantas tabelas, quantos cenários forem estabelecidos. Também poderão ser montadas tabelas mostrando os preços que poderão ser pagos sob diferentes taxas de desconto, dentro de um certo intervalo, e nos diferentes cenários.

Ainda, dentro de cada cenário, para diferentes preços a serem negociados, quais as taxas de retorno a serem obtidas.

Isto tudo é a contribuição básica da equipe para a definição do preço máximo a ser pago pela adquirente, dentro dos critérios previamente estabelecidos.

Como o comportamento da adquirente passa a ser racional e objetivo, dentro da subjetividade de suas projeções, ela precisa contornar com habilidade as objeções ao preço proposto à empresa candidata.

EXEMPLO_DO_CÁLCULO_DO_PREÇO_DE_UMA_AQUISIÇÃO

Em nosso exemplo, vamos partir da situação geral de transações no Brasil, que são com companhias limitadas e pagamento com dinheiro.

1. BALANÇO PATRIMONIAL RESUMIDO (VENDEDOR) = (NCz$MM)

| | | |
|---|---|---|
| . Capital circulante líquido | 30,00 | |
| . Ativos | 90,40 | |
| . Depreciação acumulada | (32,00) | |
| | 88,40 | |
| . Reavaliações | 30,00 | |
| . Dívidas a longo prazo | (20,40) | |
| . Patrimônio reavaliado | 98,00 | |
| . Good-will | 52,00 | |
| . Valor da empresa | 150,00 | |
| | | |
| . Empréstimos a longo prazo | 20,40 | 30,0% |
| . Patrimônio líquido | 68,00 | 70,0% |
| | 88,40 | 100,0 |

2. BALANÇO PATRIMONIAL RESUMIDO (COMPRADOR) = (NCz$MM)

O comprador aceita os valores do Balanço Patrimonial apresentado pelo vendedor, devidamente checado pela sua equipe, incluindo as reavaliações efetuadas. No entanto, desconsidera o "good-will" apresentado, pois para a adquirente valerá o que esses ativos poderão produzir de receitas e lucros futuros, que serão medidos nas projeções para se chegar aos fluxos de caixa.

Assim, para o comprador o valor patrimonial líquido será de NCz$98,00MM.

3. DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS = (NCz$MM)

| | | |
|---|---|---|
| . Vendas líquidas | 200,00 | 100,0% |
| . Despesas operacionais | (170,00) | 85,0% |
| . Lucro operacional | 30,00 | 15,0% |
| . Despesas financeiras | ( 1,60) | 0,8% |
| . Lucro antes do I.R. | 28,40 | 14,2% |
| . I.R. | ( 11,36) | 5,68% |
| . Lucro líquido | 17,04 | 8,52% |

4. VENDAS E LUCROS POR CENÁRIOS

| CENÁRIOS | % CRESC. VENDAS | | | | | % LUCRO OPERACIONAL | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | ANO 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | ANO 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| . conservador | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 14 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| . mais provável | 7 | 7 | 8 | 8 | 8 | 15 | 15 | 16 | 16 | 17 |
| . otimista | 8 | 8 | 10 | 10 | 10 | 16 | 16 | 18 | 18 | 20 |

5. ESTIMATIVAS DENTRO DO CENÁRIO "MAIS PROVÁVEL" = (%)

| | | ANO 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| . crescimento das vendas | (g) | 7 | 7 | 8 | 8 | 8 |
| . % LOP antes I.R. | (p) | 15 | 15 | 16 | 16 | 17 |
| . taxa do I.R. | (T) | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| . invest. ativo fixo | (f) | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| . invest. CCL | (w) | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 |

6. PROJEÇÃO DO FLUXO DE CAIXA PARA OS PRÓXIMOS 5 ANOS = (NCz$MM)

| | ANO 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|---|---|---|---|---|---|
| . vendas líquidas | 214,0 | 229,0 | 247,0 | 267,0 | 288,0 |
| . desp. operac + fin | 182,0 | 195,0 | 207,5 | 224,3 | 239,0 |
| . lop antes I.R. | 32,0 | 34,0 | 39,5 | 42,7 | 49,0 |
| . I.R. | -13,0 | -14,0 | -15,8 | -17,1 | -19,6 |
| . lucro depois I.R. | 19,0 | 20,0 | 23,7 | 25,6 | 29,4 |
| . depreciação 25% | 4,5 | 5,0 | 5,9 | 6,8 | 7,8 |
| . invest. ativo fixo | ( 5,0) | ( 5,4) | ( 6,8) | ( 7,7) | ( 8,6) |
| . invest. CCL | (-3,0) | (-3,3) | (-3,6) | (-4,0) | (-4,4) |
| . fluxo de caixa | 15,5 | 16,3 | 19,2 | 20,7 | 24,2 |

7. TAXA DE DESCONTO DOS FLUXOS DE CAIXA

Vejamos quais foram as variações percentuais em 1989, das várias alternativas para aplicações no mercado financeiro,

comparados com o IPC, e quais os ganhos reais, para podermos estabelecer a melhor taxa de desconto para os fluxos de caixa.

| INDICADORES | VARIAÇÃO % EM 1989 | GANHO REAL |
|---|---|---|
| . BVRJ | 1.930,65% | + 8,89% |
| . BVSP | 1.762,49% | - - |
| . OURO | 1.903,62% | + 7,44% |
| . US $ (BLACK) | 2.090.08% | + 17,44% |
| . OVER LL | 2.076,04% | + 16,69% |
| . CADERNETA DE POUPANÇA | 1.881,41% | + 6,25% |
| . IPC (INFLAÇÃO) | 1.764,86% | - - |

Dentro de uma interpretação razoável do quadro acima, vamos adotar 14% como taxa de desconto.

Nessa taxa de 14% estamos considerando 6,25% da Caderneta de Popupança como titulo livre de risco associada a mais 7,75% para os títulos de risco, levando em conta a anomalia de resultados ocorrida com as BVRJ e BVSP em 1989, como decorrência de uma situação muito especial, e que não deverá se repetir.

8. CÁLCULO DO PREÇO MÁXIMO A SER PAGO PELA AQUISIÇÃO. DENTRO DO CENÁRIO "MAIS PROVÁVEL" E COM TAXA DE DESCONTO DE 14%

| ANOS | FLUXO DE CAIXA | FATOR DE DESCONTO | VP |
|---|---|---|---|
| 1 | 15,5 | 0,8772 | 13,60 |
| 2 | 16,3 | 0,7695 | 12,54 |
| 3 | 19,2 | 0,6750 | 12,96 |
| 4 | 20,7 | 0,5921 | 12,26 |
| 5 | 24,2 | 0,5194 | 12,57 |
| 5 VR | 172,86 $\frac{24,2}{0,14}$ . 0,5194 | 0,5194 | 89,78 |
| | VALOR DA EMPRESA | | 153,71 |
| | - DÉBITOS COM TERCEIROS | | (20,40) |
| | MAIOR VALOR A SER PAGO | | 133,31 |

$FD = \frac{1}{(1+i)^n}$

O maior valor a ser pago pela empresa candidata será então de NCz$133,31 MM, com a certeza de que o retorno sobre o investimento será de 14%, maior do que os atuais 11,36%, aceitando os dados financeiros devidamente reajustados e considerando a existência do "good-will".

9. TAXA DE RETORNO A SER OBTIDA COM OUTROS PREÇOS DE COMPRA

Mantendo-nos dentro do cenário "mais provável", podemos determinar a taxa de retorno para outros valores a serem considerados pela adquirente. Vejamos alguns deles:

| VALORES DE COMPRA (NCz$MM) | TAXA DE RETORNO |
|---|---|
| 133,31 | 14,00% |
| 130,00 | 14,60% |
| 120,00 | 16,52% |
| 110,00 | 18,65% |

A empresa adquirente está agora em condições de melhor avaliar o balanço patrimonial da candidata, com as suas reavaliações e pretendido "good-will", e estabelecer o intervalo de preços a serem negociados, que poderá ser, por exemplo, entre o mais favorável de NCz$110,00MM ao valor máximo de NCz$133,31MM.

Torna-se difícil dizer qual o melhor preço que fechará a transação. No entanto, será aquele que satisfará aos objetivos do vendedor, que olha a sua empresa com enormes chances no futuro, e aquele que atenderá aos objetivos de oportunidades futuras do comprador. Lembremos que o comprador nunca perderá de vista que a aquisição tem o seu valor baseado no que ela poderá trazer de lucro futuro.

Pela evolução deste exemplo podemos perceber que o balanço patrimonial mostra os seus ativos avaliados pelo que custaram originalmente. Mas, o que interessa é a sensibilidade de se extrapolar o que esses mesmos ativos poderão produzir em períodos futuros e o volume de lucros que será gerado.

PREÇO_DE_PEQUENAS_EMPRESAS

Não podemos deixar de considerar as pequenas empresas que são transacionadas em grande número, principalmente pelos corretores, e indicar o procedimento para a determinação do seu preço.

No geral, a iniciativa é tomada pelo vendedor, o qual, por razões especiais, quer passar para a frente o seu negócio. E para tanto, contrata o serviço do corretor de negócios.

O preço decorre do valor da empresa em termos do seu ativo líquido mais um acréscimo que leva ao seu preço de mercado, na comparação com outros negócios similares, para os quais o corretor já tem os seus valores catalogados e devidamente atualizados.

Alguns pontos são considerados, em complemento, tais como ser o imóvel próprio ou alugado; duração do contrato de aluguel, localização do negócio, etc.

O corretor tem sempre compradores em perspectiva ou então divulga os negócios à venda.

Os compradores candidatos são, no geral, pessoas que querem ter o seu próprio negócio ou outras pequenas empresas que partem para a sua ampliação.

Sempre surgirão contra-propostas de preços de compra, sobre o preço de venda estabelecido.

O desejo maior de um comprador pela empresa e sua habilidade com o vendedor acertará o preço final da transação e a sua forma de pagamento.

Não há muita troca de informações sobre a empresa e sua potencialidade futura.

O que se recomenda é um exame cuidadoso da documentação da empresa e uma análise do seu passivo, com fornecedores, bancos e de ordem trabalhista, para evitar surpresas após a posse do negócio.

Este tipo de transação se assemelha com a venda de um imóvel, quanto à participação do corretor de negócios.

## CAP. 10 - AS AQUISIÇÕES PERANTE A LEI 6.404, DE 15.12.76 - LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

Temos procurado conduzir nosso trabalho voltado para a realidade brasileira, onde as transações de compra e venda vêm aumentando, mas destacando que a maior parte tem ocorrido com empresas com o seu capital em quotas limitadas; ou, quando ela é uma sociedade anônima, ela é de capital fechado, tendo assim um controlador principal, com poderes de decisão para vender ou comprar a empresa.

Quando excluimos as sociedades anônimas de capital aberto ou fechado, a transação está nas mãos dos negociadores e a confirmação fica na dependência do registo do contrato no competente Cartório de Títulos e Documentos.

Já em se tratando das empresas sociedades anônimas, com ou sem capital aberto, uma transação de compra e venda está devidamente regulamentada por artigos específicos da Lei 6.404, de 15.12.76 - Lei das Sociedades Anônimas.

Portanto, vale a pena deixarmos registradas as partes dessa Lei 6.404, para orientação dos procedimentos a serem observados.

O art. 223 e seus parágrafos primeiro e segundo. caracterizam a existência da incorporação, fusão e cisão de empresas. As transações poderão ser entre sociedades de tipos iguais ou diferentes, com alterações dos estatutos ou contratos sociais, e aumento ou redução de seu capital, com a respectiva entrega das ações pela sociedade incorporadora, aos novos acionistas.

O art. 224 prevê a elaboração do protocolo referente à intenção de compra ou venda da empresa, para apreciação pela Assembléia Geral de acionistas, que está ampliada no seu art. 225.

O art. 225 requer a justificativa das operações de incorporação, fusão ou cisão, o qual merece ser transcrito:

. art. 225 - as operações de incorporação, fusão e cisão serão submetidas à deliberação da assembléia geral das companhias interessadas mediante justificação, na qual serão expostos:

I - os motivos ou fins da operação, e o interesse da companhia na sua realização;

II - as ações que os acionistas preferenciais receberão e as razões para a modificação de seus direitos, se prevista;

III- a composição, após a operação, segundo espécies e classes das ações, do capital das companhias que deverão emitir ações em substituição às que se deverão extinguir;

IV - o valor de reembolso das ações a que terão direito os acionistas dissidentes.

A incorporação é definida no:

. art. 227 - a incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações.

Já no art. 228, temos o conceito de fusão:

. art. 228 - a fusão é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações.

No art. 229, temos o conceito de cisão:

. art. 229 - a cisão é a operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituidas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão.

Quando em uma Assembléia Geral um ou mais acionistas se mostram contrários ao protocolo apresentado, eles têm os seus direitos assegurados no artigo a seguir:

. art. 230 - o acionista dissidente da deliberação que aprovar a incorporação da companhia em outra sociedade, ou sua fusão ou cisão, tem direito de retirar-se da companhia, mediante o reembolso do valor de suas ações (art. 137).

. parágrafo único - o prazo para o exercício desse direito será contado da publicação da ata da assembléia que aprovar o protocolo ou justificação da operação, mas o pagamento do preço de reembolso somente será devido se a operação vier a efetivar-se.

Temos aqui a proteção dada ao acionista discordante das propostas discutidas e aprovadas em assembléia geral para uma incorporação, fusão ou cisão. O prazo para o exercício desse direito é de 30 dias, conforme reza o art. 137.

Temos mais três artigos que tratam de direitos de credores em relação às operações de incorporação, fusão ou cisão. São eles:

. art. 231 - dos direitos dos debenturistas

- art. 232 - dos direitos dos credores na incorporação ou fusão
- art. 233 - dos direitos dos credores na cisão

Na Seção VII, temos a parte referente à "aquisição de controle mediante oferta pública", que é a operação "tender-ofeer", já comentada anteriormente, no seu significado.

Assim, podemos destacar de forma resumida que:

- art. 257 - trata dos requisitos dessa oferta
- art. 258 - trata do instrumento da oferta pública e de sua divulgação na imprensa
- art. 259 - trata do instrumento da oferta de permuta, que terá que ser aprovado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM)
- art. 260 - trata do sigilo a ser mantido entre as partes envolvidas, até a data de sua publicação
- art. 261 - trata dos mecanismos da oferta, ou sejam: as instituições financeiras envolvidas, preço, forma de pagamento e o prazo de sua validade
- art. 262 - trata da oferta de concorrente, com o mesmo objetivo que o seu
- art. 263 - trata da negociação durante a oferta

Parece-nos que a Lei 6.404 é mais cuidadosa com os procedimentos de uma oferta de compra, do que na verdade com os procedimentos para uma aquisição entre partes que se entendem previamente. Talvez a razão básica seja a criação de um mecanismo de

defesa para a empresa que está sendo alvo da oferta, mais do que na verdade para seus acionistas, que sempre terão discernimento para avliar se a oferta é compensadora em termos do preço presente a ser pago pelo seu lote de ações.

## CAP. 11 - AQUISIÇÕES BEM OU MAL SUCEDIDAS

Todo o trabalho e empenho dedicados na avaliação de informações de empresas candidatas à aquisição, conduzem a conclusões as mais próximas da certeza de que uma decisão poderá ser tomada, com baixa margem de erro.

Isto quer dizer que se a decisão for pelo fechamento da compra, a adquirente estará cercada de garantias de que os seus planos se concretizarão no futuro próximo.

A chance de um negócio bem sucedido é bastante grande, graças aos cuidados tomados nas avaliações, contátos e melhor conhecimento das empresas candidatas.

No entanto, vários têm sido os relatos de aquisições mal sucedidas, com desapontamento e recriminações na área executiva da adquirente. E isto porque elas pareciam bastante atrativas quando foram propostas, mas por razões especiais não se comportaram como estava previsto.

Talvez não tenham faltado cuidados por parte da adquirente em todo o processo de avaliação, mas pontos específicos se transformaram em armadilhas, que passaram a pertubar o desenvolvimento esperado com a aquisição.

### PONTOS CRÍTICOS EM UMA AQUISIÇÃO

Como cada aquisição é sempre considerada como uma operação muito particular, portanto com poucos pontos comuns quando comparada com outra, nem sempre todos os pontos críticos aparecerão. No entanto, esses pontos críticos podem ser delineados e eles deverão ser objeto de profunda análise, quando identificados

em uma aquisição.

De maneira geral, os pontos críticos a seguir, são importantes, e o conhecimento e habilidade no seu tratamento, criarão expectativas bastante favoráveis para o sucesso da aquisição:

- objetivo estratégico
- melhor performance financeira
- harmonia entre funcionários
- conhecimento do negócio
- saúde do negócio
- plano de integração
- gerência motivada
- profunda avaliação dos dados disponíveis
- projeções realísticas
- sorte

Vejamos cada um desses pontos, com comentários específicos, e os cuidados a serem tomados, de tal maneira que a adquirente possa conduzir seus planos de aquisição para o sucesso esperado.

OBJETIVO ESTRATÉGICO

A decisão de uma empresa em adquirir uma linha de produtos ou outra empresa, deve estar rigorosamente alinhada com os seus objetivos estratégicos de expansão, após ter concluido que este é o melhor e mais rápido caminho. E que também ela avaliou em termos comparativos, que a sua decisão de crescimento com uma aquisição é mais vantajosa do que investir no seu desenvolvimento interno.

A partir desta forma de planejamento do crescimento futuro, a empresa se voltará para a escolha da linha de produtos ou outra empresa que se enquadre com os seus critérios ou requisitos.

Isto posto, a sua chance de ser bem sucedida com a aquisição é grande.

De nada adiantará o entusiasmo em torno de uma empresa candidata, que parece ser um bom negócio, se ela não estiver dentro do conceito definido pela adquirente. Se uma empresa candidata não mostrar pontos que contribuirão para atender aos critérios da adquirente, mesmo que pontos de sinergia sejam identificados, a chance de sua concretização é bastante reduzida.

MELHOR PERFORMANCE FINANCEIRA

As avaliações financeiras a serem feitas na fase pré-aquisição, precisam considerar os resultados que a adquirente e cada candidata em particular vêm obtendo, e como ficam quando são associados.

Se os resultados associados não mostrarem melhor performance, sem dúvida a aquisição não deve ser recomendada. Não há motivo para a compra se os resultados permanecerem os mesmos ou forem inferiores. Estes são sinais evidentes, de alerta para a adquirente, de que a seleção não é adequada e que todo o trabalho precisa ser revisto ou mesmo cancelado.

Por esta razão, é preciso que os dados financeiros projetados para o próximo período de 3 ou 5 anos, sejam feitos com bastante critério, para não criar situações duvidosas. Embora se saiba que projetar é lidar com o futuro incerto, é preciso que se

criem cenários diferenciados, com os seus graus de probabilidade de ocorrência, para minimizar os riscos da operação.

Uma aquisição somente deverá ser recomendada se os valores futuros de venda, lucros e fluxos de caixa, superarem os valores que estão sendo obtidos isoladamente pela adquirenete e pela candidata.

HARMONIA ENTRE FUNCIONÁRIOS

A empresa adquirente devé avaliar e se familiarizar antecipadamente com a sua provável aquisição.

Um dos pontos que requer cuidado é o tratamento a ser dispensado ao pessoal da adquirida. Há problemas de expectativa e personalidade envolvidos, e que requerem um plano de comunicação e ambientação, para que todos trabalhem gostando do que fazem e se deem bem em termos de relacionamento.

As pessoas se estarão envolvendo em planos distintos, como se a adquirente pareça ser superior à adquirida, e daí a razão de sua compra e posse.

Um trabalho de integração eliminará estes atritos.

Se a adquirente for grande empresa e a adquirida de pequeno porte, é requerido um plano gerencial que impeça a centralização de decisões. E isto porque as empresas grandes têm grandes estruturas e se movem mais lentamente, através de suas áreas especializadas; enquanto isto, a empresa menor, tem poucos elementos, mas grande agilidade nas decisões e bom conhecimento de suas etapas de trabalho. A eliminação de atritos entre formas diferentes de trabalho é uma decisão inteligente e acertada, e criará melhor ambientação nos níveis gerenciais.

Planos administrativos da adquirente deverão ser adaptados, no maior número possível, junto à adquirida, ao invés de simplesmente adotá-los na sua forma plena e sem modificações.

As rotinas e procedimentos na ligação entre adquirente e adquirida que forem críticos, deverão ser reavaliados, sem prejuizo do sucesso com a transação.

CONHECIMENTO DO NEGÓCIO

Dentro de um mesmo setor de atividades, duas empresas que operam produtos parecidos, no mesmo mercado, podem conduzir-nos a encará-las como semelhantes. No entanto, isto não é verdade. Dificilmente encontraremos dois negócios semelhantes.

Embora as técnicas financeiras, de marketing, de controles e processos de produção, de custos, etc., tenham caráter de aplicação geral, quando trazidas ao nível da empresa, elas assumem aspectos particulares e peculiares, devido à maneira com que a empresa é gerenciada e à sua cultura.

Por estas razões, as empresas se diferenciam e, como tal, passam a exigir certos cuidados quando se envolvem em transações para a sua compra.

A empresa adquirente deve observar estes detalhes durante o processo de seleção e entrevistas, e avaliar o grau de afinidade que possa existir com as candidatas.

Se houver pontos onde o elo comum se destaca, há grande chance de que a aquisição seja bem sucedida e que as técnicas gerenciais da adquirente poderão ser assimiladas pela adquirida sem traumas e complicações.

O conhecimento e a habilidade da gerência da adquirente exercidos em termos administrativos internos, bem como com seus clientes e fornecedores serão de grande importância quando da posse da adquirida. E isto contribuirá para um bom entendimento entre as duas empresas, pois haverá facilidade para a interpretação de todas as ocorrências na adquirida.

O conhecimento do negócio em que se atua só produz vantagens e benefícios quando se pode aplicá-los na adquirida, por ela apresentar as mesmas características da adquirente.

Esta contribuição se torna importante para que a negociação seja bem sucedida.

SAÚDE DO NEGÓCIO

No geral, companhias à venda apresentam problemas que a sua gerência não encontra meios para resolvê-los. Esses problemas podem estar ligados a dificuldades financeiras, estilo gerencial, cultura autocrática, decisões centralizadas em uma pessoa, etc.

Situações deste tipo caracterizam empresas cuja saúde causa preocupação e passa-se a procurar um médico para curá-la.

Quando uma empresa está nesta situação, não significa que a sua potencialidade em termos de oportunidades futuras tenha desaparecido. O que passa a ocorrer é a existência de uma situação de marasmo, quando todos esperam que algo novo ocorra e possa mudar a situação presente pela qual está passando a empresa.

Por razões desta ordem, a empresa adquirente deve procurar identificar este tipo de situação e compará-la com o leque de oportunidades não exploradas, que o seu estilo gerencial poderá reativar e explorá-lo ao máximo, garantindo o sucesso da aqui-

sição.

O cuidado nesta fase de avaliação é saber reconhecer que se a empresa candidata parece levemente doente, ela na verdade poderá estar muito mal; e se ela aparentar estar muito doente, ela poderá estar na sua fase final de declínio.

Há empresas e mesmo empresários, que se têm notabilizado no mundo dos negócios como doutores em reabilitação de negócios mal de saúde. No entanto, isto não é regra geral, e uma empresa adquirente deve se auto-analisar para saber se ela tem essa condição; se não a possui, de nadá adiantará o entusiasmo e a crenca na sua gerência, pois a aquisição será mal sucedida.

Há empresários que são verdadeiros construtores de negócios, e eles apreciam amparar todas as situações adversas, com a justificativa para suas decisões levando em conta as oportunidades futuras. Isto poderá dar certo em empresas com boa posição no composto produto/mercado e boa lucratividade, que dão condições de suporte a tal estilo gerencial. No entanto, ao se envolverem com uma aquisição, cuja saúde está comprometida, eles somente ampliarão as complicações no curto prazo, com situações embaraçosas, que podem levar até à rápida venda da empresa recém-adquirida.

Por outro lado, há empresas com a sua saúde comprometida, e que identificam uma outra empresa com forte atuação gerencial, cuja aquisição lhe possa trazer o benefício da cura de seus problemas. E uma transação se opera com grande chance de sucesso.

PLANO DE INTEGRAÇÃO

É de grande importância a preparação de um plano de integração da adquirida junto à adquirente. Ele deve ser desenvolvido a partir do momento em que uma empresa candidata melhor se qualifica e dá indicações de que será ela a escolhida.

O plano de integração deve visar a toda a parte operacional da adquirida, com destaque para a parte humana.

O pessoal da gerência da adquirida deve ser informado de como serão suas relações com o pessoal da adquirente, o que eles terão condições de aprovar, os tipos de relatórios que deverão remeter e em que datas. Este tipo de comunicação colocará as coisas nos seus lugares e criarão mais confiança junto à gerência da adquirida, por estarem participando de um jogo limpo e claro.

Com esta atitude, a adquirente estará mostrando que a adquirida merece respeito e que ela é vista dentro do conceito do aproveitamento de suas oportunidades latentes e que ela é considerada como um negócio atraente.

A gerência da adquirente deve ser orientada e instruida para se amoldar ao plano de integração e dedicar o respeito devido aos elementos da adquirida, eliminando observações que a possam caracterizar como uma empresa melhor do que a adquirida, dai a razão de sua compra.

O plano de integração tem que desenvolver a sensibilidade no tratamento e ser implementado devagar, para garantir o seu sucesso. E isto porque o pessoal da adquirida está confiante que a transação será benéfica, mas que poderá trazer surpresas ou modificações na forma de operação ou manutenção de pessoas nos

seus atuais cargos.

O plano de integração é um dos pontos críticos para o sucesso da aquisição.

GERÊNCIA MOTIVADA

Quando a adquirente estiver decidida em torno de uma empresa candidata, é preciso saber sobre a permanência dos atuais proprietários na direção da adquirida.

A importância que se dá ao assunto está ligada ao tipo de trabalho que executam os proprietários.

Se eles forem de atuação moderada e baixo grau de especialização, é preferível que fiquem fora dos planos da adquirente, pois agora eles se tornam pessoas ricas, com bom saldo bancário e, provavelmente, vão querer aproveitar mais as suas horas de trabalho em lazer, do que se preocuparem com a busca de melhores resultados futuros. A adquirente deve encontrar a forma de substituí-los com seu próprio pessoal, ou com gerentes da adquirida, ou ainda, com contratação externa.

Se, no entanto, os proprietários vendem o seu negócio porque são ambiciosos e querem crescer, e só assim concretizarão seus planos, a adquirente deve encará-los como as pessoas mais certas para continuarem dirigindo o negócio.

A adquirente deverá manter o espírito de desafio, reconhecimento pelos resultados e criar um plano de incentivo para os objetivos que quer atingir, junto a esses ex-proprietários. Com certeza, eles continuarão com o mesmo espírito de luta, apesar de terem aumentado o seu saldo bancário com a venda da empresa.

Ainda, a adquirente deverá criar mais espaço junto aos ex-proprietários em termos de liberdade de ação e mínima interferência em suas decisões, acompanhando apenas os resultados periódicos, face aos objetivos estabelecidos.

Essa liberdade para acertar faz parte do desafio constante a que executivos bem sucedidos se submetem, e que os motiva cada vez mais quando acertam, e melhoram o seu grau de avaliação quando sofrem revéses.

PROFUNDA AVALIAÇÃO DOS DADOS DISPONÍVEIS

Nas entrevistas obtidas com a empresa candidata, são solicitadas inúmeras informações, que servirão de base para as avaliações de seu comportamento financeiro, mercadológico, produtivo, etc.

Esses dados, às vezes, atendem a listas de solicitações de itens, elaboradas pelas áreas específicas da adquirente, para poderem realizar o seu trabalho de avaliação.

Essas listas de itens, por mais completas que possam parecer, elas na verdade retratam aquilo que foi informado. São portanto, incompletas. E isto porque a empresa candidata sabe muito mais sobre o seu negócio, do que a adquirente consegue saber, apesar de todos os cuidados que venha a tomar.

Todos esses dados, com caráter estático, não ajudam a identificar pontos de estrangulamento ou críticos, riscos ou oportunidades não exploradas pela candidata.

A complementação desses dados requererá da adquirente uma extensão em sua avaliação, indo à procura de outras informações junto a clientes, fornecedores, bancos e concorrentes de ca-

da candidata.

As pessoas procuradas sempre estarão interessadas em falar o que sabem de empresas, como demonstração de sua atualização sobre o que se passa com elas.

Assim, será fácil obter uma imagem da candidata, sua linha de produtos e grau de aceitação, sua forma de comercialização, serviços oferecidos, grau de competitividade, qualidade do pessoal de vendas e compras, etc.

Com isto, a adquirente poderá entender melhor as forças internas e externas que estão atuando junto à candidata, e como elas terão que ser interpretadas, para uma melhor conclusão de suas atividades presentes e oportunidades futuras.

Um descuido deste tipo poderá projetar uma aquisição mal sucedida.

PROJEÇÕES_REALISTAS

Quando uma empresa tem como seu objetivo estratégico uma aquisição, que lhe garantirá a aceleração do seu crescimento futuro, poderá haver um executivo que mostre preferência por uma candidata e passe a vender internamente a sua boa imagem, como aquela predestinada a ser a melhor entre as demais.

Se a sua posição for influente, ele poderá destacar seus pontos fortes e minimizar comentários sobre os pontos fracos. E, no momento das projeções de vendas, custos e lucros, poderá insinuar cenários otimistas, deixando de lado problemas que estejam ligados com a sua integração.

Se uma influência deste tipo passa a existir, é preciso que se tome o cuidado de barrá-la, dentro das limitações existen-

tes nas relações gerenciais, criando para isto o forte conceito da necessidade de projeCões e avaliações em cenários distintos, e com números que se aproximem da realidade existente combinados com as oportunidades futuras que a adquirente entende existirem no negócio da candidata.

Para tanto, deve-se deixar que a área financeira da adquirente faça o seu trabalho impessoal, com os dados que vier a receber, e encare as avaliações em cenários distintos, sem se deixar levar por pressões ou insinuações.

A prática dos negócios de aquisições tem mostrado que projeções se ligam ao tempo futuro, com o seu consequente grau de incerteza, ligado a um determinado cenário, de ocorrência desses fatos. Assim, não é surpresa quando os lucros reais se mostram menores que os projetados; que os resultados de crescimento a serem atingidos, conforme os objetivos estratégicos da adquirente, tomem mais tempo que o previsto; e que o volume de capital a ser investido em novos projetos seja maior.

Dai destacarmos a necessidade de projeções as mais realistas possíveis, para que os resultados verificados sejam o mais próximo possível, e com redução do desapontamento pela adquirente.

SORTE

Toda a precaução na avaliação de dados e informações obtidos da candidata, garantem com uma certa margem de segurança, que uma aquisição se transforme em um negócio bem sucedido.

No entanto, fatores externos que fogem ao controle da adquirente, podem se tornar imprevisíveis e trazer algumas difi-

culdades no curso da operação da adquirida. Casos como ocorreram com a crise do petróleo ou a crise financeira internacional, trouxeram alterações profundas no comportamento das empresas.

Daí poder-se dizer que se nada ocorre, surge o fator sorte, que se alia a todos os cuidados tomados, e faz com que a aquisição seja um bom negócio.

A sorte é a minimização dos riscos previstos, com a queda de sua incidência. E no mundo dos negócios, ela não pode ser desprezada, principalmente quando uma aquisição não é bem sucedida e, antes da apuração de suas causas, afirmar-se que ela deu azar.

## CAP. 12 - VENDENDO O SEU NEGÓCIO

Quando uma empresa toma a decisão de que a sua venda é a solução para os problemas que vem enfrentando, é preciso que ela se prepare para as diferentes etapas que terá que passar nesse processo.

A empresa agora se transforma no seu mais importante produto e, como tal, terá que reunir dados e informações que serão a sua base de argumentação junto às empresas interessadas na sua aquisição. É como tomar todas as técnicas de vendas usadas para a sua linha de produtos junto aos seus clientes e aplicá-las para a empresa como um todo, tornando-a atraente e desejável para os interessados.

Um cuidado muito importante a ser tomado é não desperdiçar tempo com empresas curiosas, que na verdade não têm como objetivo a aquisição, mas sim inteirar-se de sua situação, às vezes, até por parte de concorrentes.

Será preciso uma preparação de dados consistentes, organogramas, políticas operacionais, etc., bem como fotos de suas principais áreas. E também uma reavaliação de seus ativos e destacar as oportunidades existentes e não exploradas, que poderão ser o motivo básico de sua venda.

Vejamos assim, dentro de um roteiro sistemático, a preparação que uma empresa vendedora deve elaborar, para que ela seja bem sucedida na sua intenção.

### MOTIVO DA VENDA

Deverá ficar bem clara a razão pela qual a empresa toma a decisão de ser vendida. Não importa qual ela seja: proprietário

idoso sem sucessor, desavenças familiares, problemas financeiros, dificuldades de expansão da linha de produtos, etc. Isto facilitará ao comprador candidato entendê-la e se posicionar quanto a sua habilidade e condições de contorná-la, e manter-se interessado na continuidade dos contátos.

Se a razão básica for ocultada, há grande chance de ser percebida pelo comprador candidato, à medida que novos contátos se realizem e os dados e informações obtidos passem a ser avaliados.

UTILIZAÇÃO DE INTERMEDIÁRIO

Será muito difícil que o vendedor consiga realizar (todas as etapas do processo de vendas sozinho. Se ele já está acumulado de problemas presentes com difícil solução, não deve juntar mais um, que aumente a sua carga de trabalho.

Além do mais, ele terá dificuldades de organizar os dados solicitados pelos candidatos, no tempo e na forma requeridos, além do tempo a ser dispensado para os contátos frequentes.

Assim, é melhor que seja contratado o serviço de um intermediário. Dependendo do tamanho do negócio, poderá ser usado o corretor ou o consultor de negócios. Esse pessoal está habilitado a preparar todos os dados e informações que, numa primeira etapa, deverão definir o interesse dos candidatos pela empresa.

Além do mais, eles poderão ser o contáto inicial com os candidatos, fazendo a devida seleção dos que realmente são potenciais para a venda.

Também, promoverão o encontro dos compradores selecionados com o vendedor, em ambiente externo à empresa e acompanha-

rão todos os passos subsequentes até a finalização da venda.

Os dados e informações complementares serão supridos pelos intermediários, e se colocarão à disposição para encontros com pessoas de áreas especializadas dos candidatos.

Será necessário estabelecer de imediato as regras de trabalho e remuneração entre o vendedor e o intermediário, através de um contrato, para proteção mútua de seus interesses.

VALOR DA VENDA

A empresa vendedora sempre tem uma idéia de quanto vale. No entanto, o seu preço tem que estar baseado em dados que permitam a sua avaliação e comprovação.

Não raro, todo vendedor associa ao seu patrimônio um valor que corresponde à sua potencialidade futura.

Para não se perder tempo com discussões com candidatos compradores, é melhor adotar o seguinte caminho:

- reavaliar os seus ativos
- determinar o valor patrimonial líquido já reavaliado
- adicionar o "good-will"
- justificar o "good-will" na forma de registro de marcas e patentes, processos tecnológicos, etc., ou então, delinear as oportunidades latentes que poderão ser exploradas no futuro imediato, e que têm por isto, um valor definido no preço da transação.

É preciso que o vendedor e o intermediário tenham consciência de que esse preço encontra justificativas e que ele é o mais justo para a venda. Deverá ser considerada uma margem para a negociação final desse preço, o qual, no geral, será reduzido

quando dos acertos finais da transação.

PREPARAÇÃO DOS DADOS

Os dados e as informações deverão estar separados, para duas etapas das negociações.

Na primeira etapa, deve estar pronta uma pasta contendo:

- nome da empresa
- foto de seu edifício principal e localização
- foto de sua linha de produtos
- dados de vendas e lucros dos 3 últimos anos, de preferência com valores atualizados
- pequeno histórico de suas atividades
- nome dos proprietários
- oportunidades a serem exploradas

Ela atenderá aos primeiros contátos com os candidatos compradores informados da intenção de sua venda. A sua simplicidade se justifica em função do tempo utilizado na apresentação da empresa vendedora e na definição do real interesse do candidato pelo negócio.

Para a segunda etapa deverão ser fornecidos dados de várias áreas da vendedora, conforme forem sendo solicitados pelos candidatos compradores, previamente selecionados e admitidos como realmente interessados em prosseguir na negociação.

Entre esses dados podemos destacar:

- área financeira:
  - demonstrativos financeiros dos últimos 3 a 5 anos
  - resultados do ano corrente
  - estrutura do capital
  - distribuição das dívidas
  - qualidade dos inventários
  - qualidade do contas a receber
  - descrição dos ativos
- área de vendas e marketing:
  - linha de produtos
  - mercado em que atua e sua participação
  - pontos fortes e fracos
  - concorrentes
  - sistema de distribuição
  - política de vendas
  - venda por produto e regiões de vendas
  - venda interna e exportação
  - lista dos principais clientes
  - oportunidades não exploradas
- área de produção:
  - lista dos equipamentos e sua utilização no processo produtivo
  - fotos dos equipamentos
  - capacidade de utilização
  - programa de substituição dos equipamentos

- lista de fornecedores
- controles de inventário e produção
- grau de informatização dos dados de produção
- controle de qualidade

- área de recursos humanos:
  - organograma da empresa
  - grau de profissionalização da gerência
  - assistência médica
  - planos de incentivos
  - pendências trabalhistas

DIVULGAÇÃO DA VENDA

O intermediário já está preparado para divulgar a venda da empresa, pois possue, no geral, um banco de dados de empresas que, em princípio,se mostram relacionadas com a vendedora.

Desse banco de dados será extraida uma relação de empresas a serem contatadas, por meio de carta de apresentação da venda, sem mencionar o nome da vendedora. Serão apresentadas informações referentes ao tipo de empresa, ramo de atuação, suas vendas no último ano, justificativa para a venda, sua localização, situação de dívidas e projeção de vendas para o ano corrente ou para o próximo.

A mala direta é executada e, após um certo tempo, não havendo a resposta, é iniciado um trabalho de contáto telefônico, como parte do projeto de venda do intermediário.

SELEÇÃO E DEFINIÇÃO DOS CANDIDATOS

O intermediário após expor a empresa vendedora na primeira etapa da venda, deve proceder à cuidadosa seleção dos can-

didatos e apresentar ao vendedor apenas aqueles em quem reconhece condições e potencialidade para continuar na transação.

Esta definição deve ser do vendedor, mas o intermediário deve suportar seu ponto de vista, quando ocorrerem divergências de opinião.

Após isto, os contátos devem prosseguir, com a atuação do intermediário sendo mais específica e envolvendo o candidato para melhor conhecimento do vendedor, promovendo o seu encontro com ele e visitando os seus escritórios ou fábrica.

CARTA_DE_INTENÇÃO

Quando o intermediário sentir a afinidade de um candidato com a transação, deve propor imediatamente a assinatura de uma carta de intenção de compra.

Esta é a forma mais prática para uma definição na continuidade da transação. Se houver pronta concordância, o candidato quer realmente ir até à compra, e não se preocupa com o tipo de amarração criado. E ele o faz de forma descontraida pois a carta de intenção não precisa ser cumprida pelo comprador ou vendedor. Mas, dá ao intermediário motivação para perseguir mais o fechamento do negócio.

CONCLUSÃO_DO_NEGÓCIO

Se as duas partes se entenderem bem, e o comprador está satisfeito com a forma de atuação do intermediário e do vendedor, e que a empresa vendedora reune o que ele deseja, o negócio será concretizado.

Nesta etapa, recomenda-se habilidade por parte do vendedor, pois tudo que ele tinha que falar a favor de sua empresa,

ele o fez através de dados, informações, entrevistas, fotos, relações, projeções, etc., assessorado pelo intermediário. Mas agora que o comprador se cercou de avaliações e projeções, vai-se discutir o preço final e a forma de pagamento.

O vendedor deve estar preparado para atuar entre um valor máximo e outro mínimo, dentro de aspectos razoáveis, que permita fechar o negócio. Ele já virá sentindo durante o passar do tempo, a tendência para o preço final e permitiu que os contátos prosseguissem. Portanto, uma intransigência poderá por a perder uma negociação que se mostrava favorável.

Acertados o preço e a forma de pagamento, o vendedor deverá se sentir satisfeito com a venda de sua empresa, e também definido se nele permanecerá ou sairá definitivamente.

Todas estas considerações foram desenvolvidas para ajudar aos proprietários de empresas à venda a serem bem sucedidos nas suas intenções.

## CAP. 13 - CONCLUSÕES

Este trabalho procurou cobrir os pontos referentes ao processo da aquisição de uma linha de produtos ou uma empresa em plena atividade, de tal forma que ela possa atender aos objetivos estratégicos de crescimento de uma empresa.

No entanto, apesar desta tentativa, reconhecemos a impossibilidade de tratar de todos os temas, com a profundidade requerida. E isto, porque a nossa proposta era a de passar por todos eles, sem deixar de colocar em destaque o que é muito importante a ser observado neste tipo de transação.

Assim sendo, cada tema poderá ser aprofundado e merecer a atenção de outros estudiosos interessados no assunto de aquisição de empresas.

Na nossa maneira de ver, os temas que poderiam ser melhor estudados e avaliados, seriam:

- definição da taxa de desconto para os fluxos de caixa futuros, para a determinação do valor da empresa;
- posição do vendedor versus a posição do comprador, para o entendimento necessário na determinação do preço da empresa a ser adquirida;
- elaboração detalhada do plano de integração da adquirida ao ambiente da adquirente, como garantia de uma transição sem traumas;
- identificação das culturas existentes nas empresas adquirente e adquirida, para a preparação do plano de integração.

Estamos certos de que as aquisições são um tema atual e que tende a se movimentar mais ainda, devido à tendência de se aceitar que o rápido crescimento das empresas se fará por este meio.

Assim, ele é bastante rico e inesgotável, e deve ser objeto de novos trabalhos de pesquisa.

BIBLIOGRAFIA


1. ANSOFF, H. Igor - Estratégia empresarial, McGraw-Hill do Brasil, São Paulo, 1977.

2. BLYTH, Michael L., FRISKEY, Elizabeth A. and RAPPAPORT, Alfred - Implementing the shareholder value approach, The Journal of Business Strategy, pp 48-58.

3 BRADLEY, James W. and KORN, Donald H. - Acquisition and corporate development, Lexington Books, Lexington, Mass., 1982.

4. CHAMBERS, John C. and MULLICK, Satinder K. - Determining the acquisition value of a company, Management Accounting, Apr. 1970, pp 24-31.

5. DURAND, David - The cost of capital, corporation finance, and the Theory of Investment: comment, American Economic Review, XLIX, Sept. 1959, pp 639-54.

6. GASKILL, William J. - Are you ready for the new merger boom?, Finance Executive, Sept. 1974, p 38.

7. GITMAN, Lawrence J. - Princípios de administração financeira, Harbra, São Paulo, 1984.

8. HAUGEN, Robert A. and LAUGETIEG, Terrence C. - An empirical test for synergism in merger, Journal of Finance, 30, Sept. 1975, pp 1003-14.

9. HAYES III, Samuel L. and TAUSSIG, Russel A. - Tactics in cash takeover bids, Harvard Business Review, 45, Mar.-Apr. 1967, pp 139-40.

10. HERTZ, D.B. - Risk analysis in capital investment, Harvard Business Review, Jan.-Feb. 1964, pp 95-106.

11. HOWELL, Robert A. - Plan to integrate your acquisitions, Harvard Business Review, 48, Nov.-Dec. 1970, pp 66-76.

12. KINGSTON, John P. R. and McQUILLAN, Peter E. - Valuation of business - A practical guide, CCH Canadian Ltd., Montreal, Canada, 3rd. edition, 1986.

13. Lei no. 6.404, de 15.12.76 - Lei das sociedades anônimas, cap. XVIII, transformação, incorporação, fusão e cisão; cap. XIX, sociedades de economia mista; cap. XX, sociedades coligadas, controladoras e controladas.

14. MAUS, William J. - How to calculate the cost of capital in a privately-owned company, Management Accounting, Jun. 1980, pp 20-24.

15. McCLOSKEY, Richard F. - Software packages for acquisition evaluation, Mergers and Acquisitions, Spring 1981, pp 16-22.

16. Merger Summary, W.T. Grimm & Company, Chicago (Annual and Midyear Reports), 1980.

17. MODIGLIANI, Franco and MILLER, M.H. - The cost of capital, corporation finance and the Theory of Investment, American Economic Review, XLVIII, Jun. 1958, pp 261-97.

18. PETERS, Robert A. - Retorno do investimento, McGraw-Hill do Brasil, São Paulo, 1977.

19. RAPPAPORT, Alfred - Selecting strategies that create shareholder value, Harvard Business Review, May-Jun. 1981.

20. RAPPAPORT, Alfred - The affordable dividend approach to equity valuation, Financial Analysts Journal, Jul.-Aug. 1986, pp 52-58.

21. RASMUSSEN, U.W. - Aquisições, fusões & incorporações empresariais: estratégias para comprar e vender empresas no país e no exterior, São Paulo, Aduaneiras, 1989.

22. ROCK, Milton L. - The mergers and acquisitions handbook, McGraw-Hill Book Co., New York, 1987.

23. ROTSTEIN, Fabio - El método del valor actual neto en economias altamente inflacionarias, Revista de Administracion de Empresas, Tomo XVI, 1984, pp 195-206.

24. SCHARF, Charles A. - Acquisitions, Mergers, Sales and Takeovers: a handbook with forms, Englewood Cliffs, N.J., Prentice-Hall, 1971.

25. SHAD, John R. - The financial realities of mergers, Harvard Business Review, Nov.-Dec. 1969, pp 133-146.

26. SHAY, Scott A. - Selling the "right" premium in an efficient market, Spring 1981, p 23.

27. STERN, Joel M. - Earnings per share don't count, Financial Analysts Journal, July-Aug. 1974, pp 39-43 and 67-75.

28. SOLOMON, Ezra - Teoria da Adminsitração Financeira, Zahar Editores, RJ, 1977.

29. STRISCHEK, Dev - How to determine the value of a firm, Management Accounting, Jan. 1983, pp 42-49.

30. VAN HORNE, James C. - Financial management and policy, Prentice-Hall Inc., Englewood Cliffs, N.J., 1985; chapter 24: mergers and acquisitions

31. WESTON, J. Fred - Determination of share exchange ratios in mergers, in William W.Alberts and Joe E.Segal, eds, The Corporate Merger, Chicago, University of Chicago Press, 1966, pp 117-38.

32. WESTON, J. Fred and BRIGHAM, Eugene F. - Finanzas en administracion, Interamericana, Mexico, 1984, cap. 22: crecimiento externo: fusiones y compañias tenedoras de otras empresas.

33. WHEELWRIGHT, Steven C. - Management by model during inflation, Business Horizons, June 1975, pp 33-42.