



CAUÊ GAENSLY DE LACERDA FERREIRA

O Papel do *Advisor* em Processos de Fusões e Aquisições

Trabalho apresentado ao curso MBA em Gestão Empresarial, Pós-Graduação *lato sensu*, Nível de Especialização, do Programa FGV Management da Fundação Getúlio Vargas, como pré-requisito para a obtenção do Título de Especialista.

Jose Carlos Franco de Abreu Filho

Coordenador Acadêmico Executivo

Denise Oldenburg Basgal

Orientador

Curitiba- PR

2016

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS

PROGRAMA FGV MANAGEMENT

MBA EM GESTÃO ESTRATÉGICA DE EMPRESAS

O Trabalho de Conclusão de Curso, **Título do TCC**, elaborado por (Cauê Gaensly de Lacerda Ferreira) e aprovado pela Coordenação Acadêmica, foi aceito como pré-requisito para a obtenção do certificado do Curso de Pós-Graduação *lato sensu* MBA em Gestão Empresarial, Nível de Especialização, do Programa FGV Management.

Data da Aprovação: Local, Data

Jose Carlos Franco de Abreu Filho

Coordenador Acadêmico Executivo

Denise Oldenburg Basgal

Orientadora

DECLARAÇÃO

A empresa, representada neste documento pelo Sr.(a), (cargo), autoriza a divulgação das informações e dados coletados em sua organização, na elaboração do Trabalho de Conclusão de Curso intitulado (título), realizados pelo aluno, do curso de MBA em Gestão Estratégica de Empresas, do Programa FGV Management, com o objetivo de publicação e/ ou divulgação em veículos acadêmicos.

Local, Data

(assinatura)

(cargo)

(Empresa)

TERMO DE COMPROMISSO

O aluno, abaixo assinado, do curso de MBA em Gestão Empresarial, Turma (número da turma)..... do Programa FGV Management, realizado nas dependências da instituição conveniada, no período de dd/mm/aa a dd/mm/aa, declara que o conteúdo do Trabalho de Conclusão de Curso intitulado (título)....., é autêntico e original.

Local, Data

(nome).....

AGRADECIMENTOS

Agradeço pela realização deste trabalho aos meus ex-colegas de trabalho que de forma direta e indireta contribuíram para a concretização do trabalho.

À minha família e amigos que me apoiaram e me deram energia para seguir à frente.

Ao orientador da turma, pelas contribuições significativas para essa dissertação

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – Anúncios de Fusões e Aquisições

FIGURA 2 - Montante e Número de Operações

FIGURA 3: 10 Maiores Operações de valor

FIGURA 4: Participação Origem de Capital e Número de Operações

FIGURA 5: Participação de Setores nas Transações e Faixa de Valores

FIGURA 6: Forma de Pagamento das Operações e Participação de PE

FIGURA 7: Ranking dos *Advisors* em Volume e Negócios

FIGURA 8: Número de Transações de M&A – últimos 12 meses

FIGURA 9: Perfil do Investidor por Volume de Negócios

FIGURA 10: Maiores F&A no Brasil em 2015

FIGURA 11: Destaques da Transação- Bradesco - HSBC

FIGURA 12: Maiores Transações em 2015 no mundo

FIGURA 13: Destaques da transação Time Warner / Charter

FIGURA 14: Números da transação Dell

FIGURA 15: Estrutura da Transação

FIGURA 16: Resumo dos Modelos de Avaliação

FIGURA 17: Resumo das Operações de M&A e Comentários

FIGURA 18: Resumo das Operações de M&A e Comentários

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Matriz de Responsabilidade *Due Dilligence*

TABELA 2 - Dados em Valores dos Produtos de M&A

SUMÁRIO

1. SUMÁRIO EXECUTIVO
2. INTRODUÇÃO AO MERCADO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES
 - 2.1 PRINCIPAIS TRANSAÇÕES REALIZADAS NO BRASIL EM 2015
 - 2.1.1 DETALHAMENTO DAS PRINCIPAIS TRANSAÇÕES NO BRASIL
 - 2.2 PRINCIPAIS TRANSAÇÕES REALIZADAS NO MUNDO EM 2015
 - 2.2.1 DETALHAMENTO DAS PRINCIPAIS TRANSAÇÕES NO MUNDO
3. AS HISTÓRIAS (ONDAS) DAS FUSÕES E AQUISIÇÕES
4. ENTENDENDO A OPERAÇÃO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES
 - 4.1 CRONOGRAMA DE UM PROCESSO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES NA PRÁTICA
 - 4.2 AS PRINCIPAIS METODOLOGIAS DE AVALIAÇÃO FINANCEIRA EM PROCESSO DE M&A
5. MERGERS AND ACQUISITIONS AND INVESTMENT BANKING
6. O PORQUÊ DA CONTRATAÇÃO DE UM ADVISOR
7. O PAPEL DO ADVISOR EM PROCESSO DE M&A NA PRÁTICA
8. CONCLUSÃO
9. BIBLIOGRAFIA

1. SUMÁRIO EXECUTIVO

Vender um imóvel já é difícil e complexo, imagine uma empresa? Mas para isso existem profissionais especializados em assessorar os empresários a vender ou comprar ativos com objetivo de maximizar o valor da empresa e minimizar o risco do negócio.

Na maioria dos casos, nessas transações de compra e venda, há muito apelo emocional por parte dos empresários, visto que foram eles que criaram ou seguiram os passos das gerações passadas e se desfazer do dia para a noite, não é uma tarefa fácil. Nesta ótica, o *advisor* visa mostrar o contexto do mercado, as etapas do processo, as alternativas e a realidade que existem para que o empresário se sinta confortável e seguro em seguir à diante.

Normalmente os empresários não enxergam valor nos trabalhos de assessoria, uma por ter certeza que algum dia, algum alvo irá bater em sua porta e fará uma proposta, e se sim, cujo no mundo real as coisas não funcionam assim, quais as chances de isso ocorrer, e será a melhor proposta? Absolutamente não, já que para fazer um cheque é necessário um caminho longo e complexo.

Os motivos que levam à venda de uma empresa são diversos e as decisões a serem tomadas, em geral, apresentam um grau de complexidade, sejam eles: o formato da venda (estrutura da transação), o timing do mercado (é o momento certo para fazer a transação), e o perfil dos potenciais compradores. Além disso, precificar uma empresa requer técnica para se encontrar o valor justo para que em seguida se elabore uma estratégia de negociação visando um prêmio sobre esse ativo.

Muitos empresários encaram uma possível venda de sua empresa, toda, ou parcial com medo e preconceitos que nem sempre são justificados.

2.

Introdução ao Mercado de Fusões e Aquisições Brasil e Mundo

Fusões e Aquisições ganham cada vez mais destaque na economia globalizada, sendo uma das grandes responsáveis pela realocação dos recursos na economia e na execução de estratégias corporativas, revelando ser uma das alternativas na adequação das estruturas organizacionais das empresas e na conjuntura econômica mundial.

Segundo a ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e Capitais), os anúncios de fusões e aquisições, ofertas públicas de aquisições de ações (OPA) e reestruturações societárias do ano de 2015 foram de R\$ 109,5 bilhões, volume de 43% menor que o mesmo período de 2014, e o menor valor dos últimos anos. Em contrapartida, o mercado de Fusões e Aquisições Global registrou a maior cifra histórica, atingindo cerca de USD 5 trilhões em negócios, um aumento de 34% em relação a 2014 e mais que o dobro que em 2009, quando explodiu a crise econômica, segundo a consultoria Dealogic. Vale ressaltar que esse ano de 2015 foi marcado por transações bilionárias, sendo 69 operações com valores superiores a 10 bilhões de dólares e 10 negócios acima de 50 bilhões de dólares. Abaixo, a relação das quantidades e volume de operações no mercado de Fusões e Aquisições, desde o período 2010, dividido por semestre.

Fusões e Aquisições - Anúncios (Consolidado)						
Fusões, Aquisições, OPAs e Reest. Societárias	Jan a Jun		Jul a Dez		Jan a Dez	
	R\$ bilhões	Nº	R\$ bilhões	Nº	R\$ bilhões	Nº
2015	25,0	50	84,6	61	109,5	111
2014	70,0	62	122,7	84	192,7	146
2013	51,1	76	114,2	105	165,3	181
2012	63,6	111	58,7	65	122,3	176
2011	82,7	85	60,1	94	142,8	179
2010	91,7	75	93,1	68	184,8	143

Figura 1: Anúncios de Fusões e Aquisições
Fonte: Boletim ANBIMA, 2015

De acordo com a Anbima, entidade que representa as instituições do mercado de capitais, elabora o ranking de Fusões e Aquisições, com base no valor da operação

que deve ser no mínimo de R\$ 20 milhões, sendo dois tipos de classificação Anúncio e Fechamento, conforme figura abaixo.

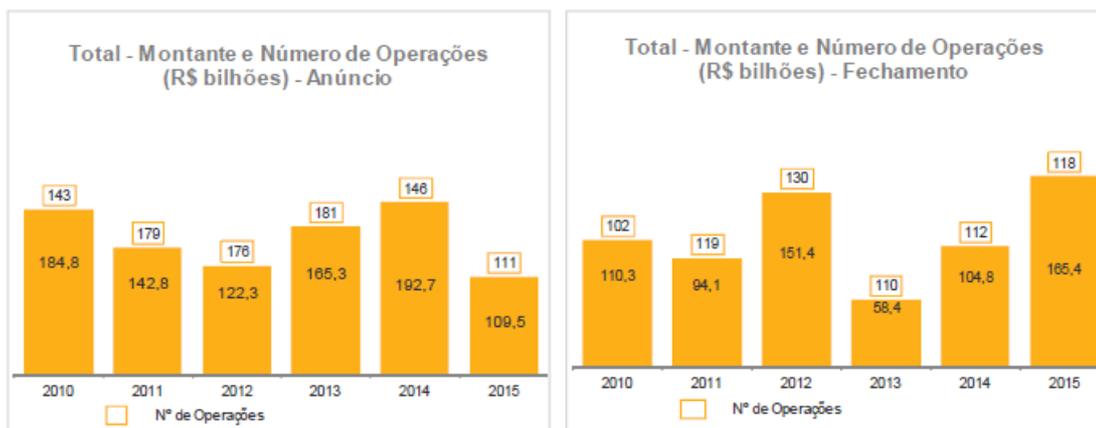


Figura 2: Montante e Número de Operações
Fonte: Boletim ANBIMA, 2015

Em 2015, o volume médio das operações de M&A registraram um valor de R\$ 1 bilhão, abaixo de 2014 e 2010. A participação dos 10 maiores negócios recuou em relação a 2014, fechando o ano com o percentual de 54,6%.

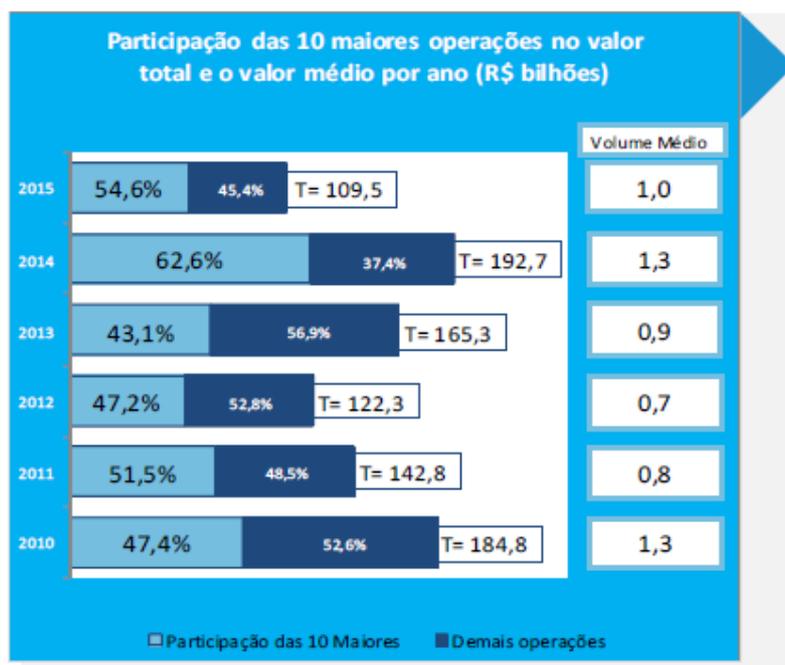


Figura 3: 10 Maiores Operações de valor
Fonte: Boletim ANBIMA, 2015

Com relação a origem do capital, em 2015, as aquisições de companhias brasileiras por estrangeiras representou 43% do total, um marco bastante significativo, dentre as estrangeiras, merece destaque a participação de empresas europeias e americanas, com 38,4% e 37,7% do total, respectivamente. Em seguida vieram os asiáticos com 20,3% e os latinos com 3,6%.

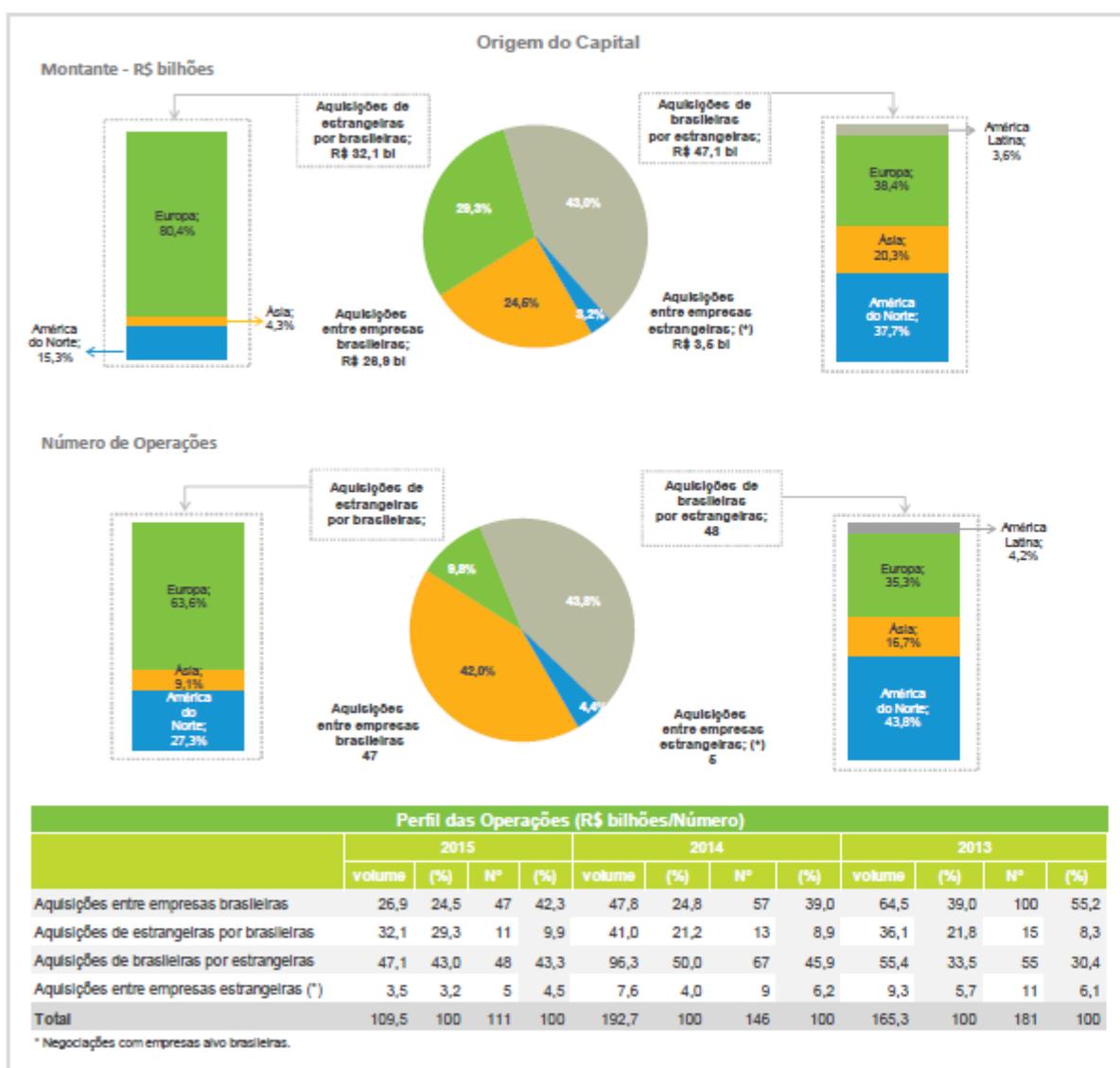


Figura 4: Participação Origem de Capital e Número de Operações
Fonte: Boletim ANBIMA, 2015

Os setores de Alimentos e Bebidas e Financeiro foram impulsionados pelas transações da Souza Cruz, uma OPA (oferta pública de ações), cujo a definição é a descontinuação na bolsa de valores, ou seja, ela não será mais negociada, e já a

transação envolvendo o setor financeiro, foi a maior negociação registrada no país, a compra do Bradesco pelo HSBC no valor de R\$17,9 bilhões.

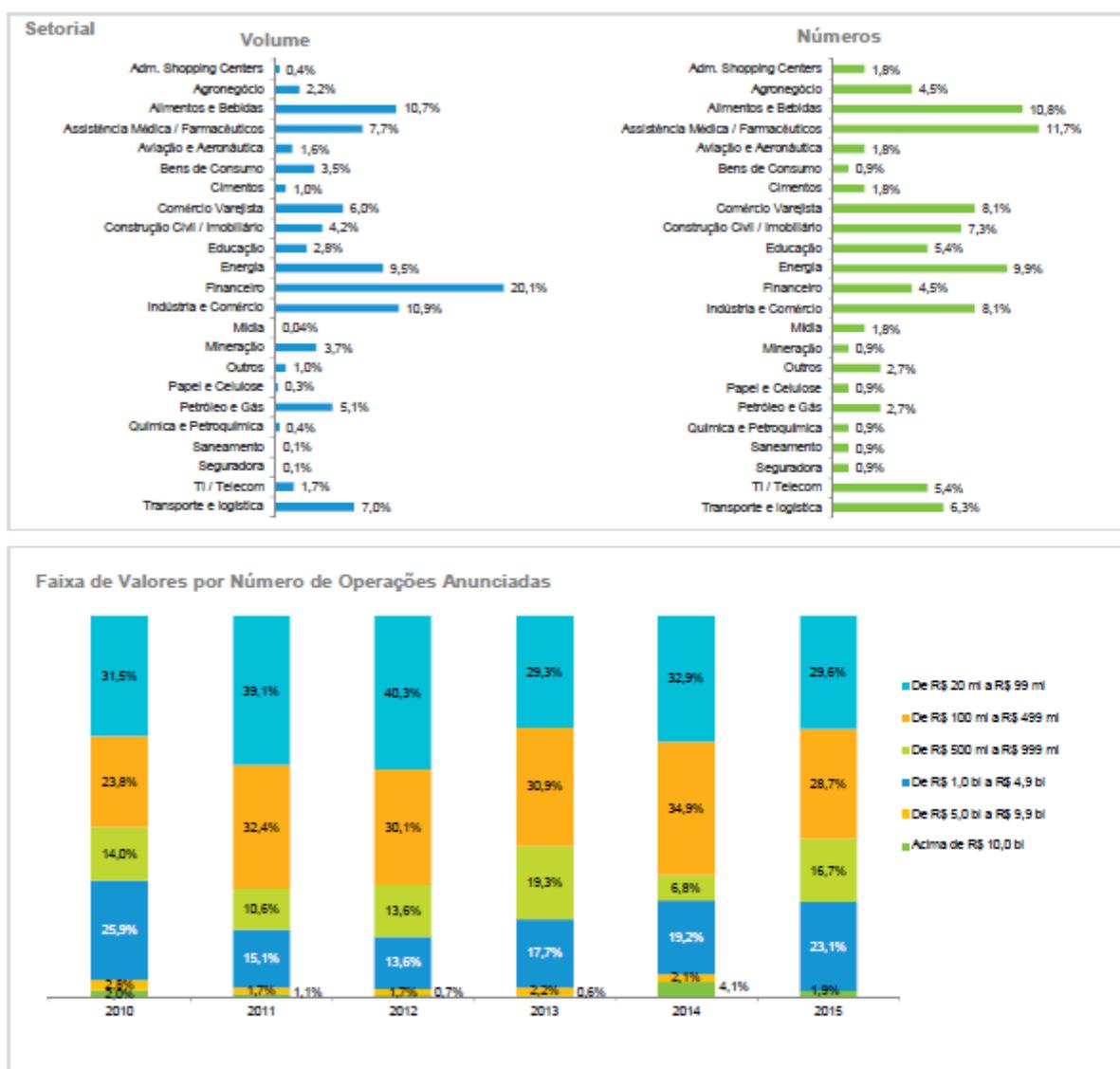


Figura 5: Participação de Setores nas Transações e Faixa de Valores

Fonte: Boletim ANBIMA, 2015

Em 2015, dos 111 anúncios de transações de M&A, 29 contaram com a presença dos fundos de *private equity* (Meio de Financiamento de empresas ou negócios que envolvem empresários e um grupo fornecedor de capital, geralmente, os investidores de capital são realizados por meio de aquisições de part. Acionaria na empresa alvo e pelo aporte de recursos necessários para o crescimento da empresa.

No entanto, o investidor de PE não será sócio da empresa p sempre, a ideia do fundo e investir no médio e longo prazo, e ao final deste período, recuperar o investimento através dos lucros s/ crescimento da empresa), com volume de R\$ 11,3 bilhões, o equivalente a 10% do total

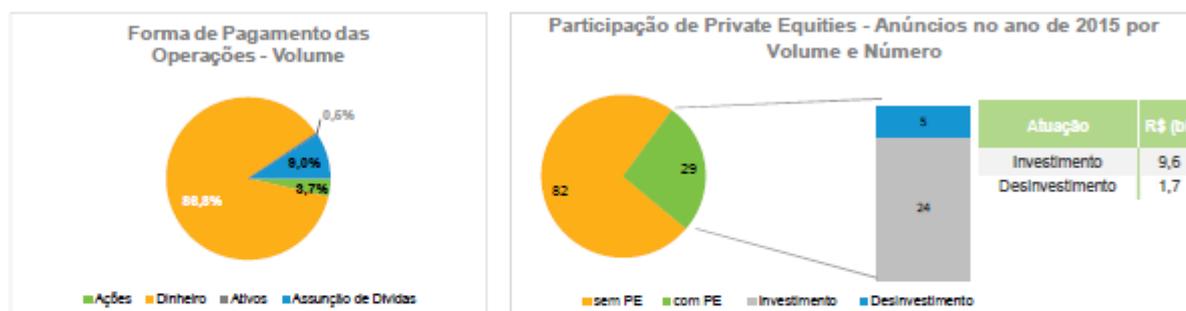
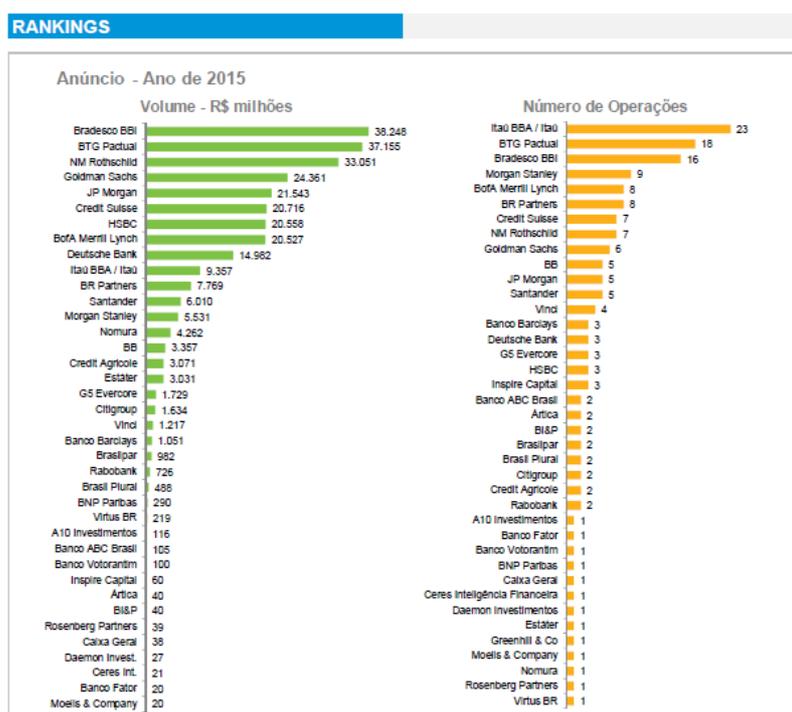


Figura 6: Forma de Pagamento das Operações e Participação de PE

Fonte: Boletim ANBIMA, 2015

Já o ranking dos assessores das transações, nota-se que o Bradesco BBI (divisão de *investment banking* do banco que executa esses trabalhos), liderou o ranking em volume de operações anunciadas com um volume de R\$ 38 bilhões em negócios. No critério de quantidades de operações quem liderou foi o co-irmão, Itaú BBA. Fonte: Boletim ANBIMA, 2015. Já na classificação por fechamento, os bancos brasileiros ficaram na primeira e segunda colocação, BTG Pactual e Itaú BBA, tanto em volume de operações e quantidade.



Volume			Número de Operações		
Assessores	Ranking	Montante R\$ milhões	Assessores	Ranking	Nº de operações
BTG Pactual	1º	72.316	BTG Pactual	1º	25
Itaú BBA / Itaú	2º	67.571	Itaú BBA / Itaú	1º	25
Morgan Stanley	3º	52.574	Bradesco BBI	3º	17
Deutsche Bank	4º	47.983	Morgan Stanley	4º	11
JP Morgan	5º	40.673	BR Partners	5º	8
Bradesco BBI	6º	35.510	JP Morgan	5º	8
Goldman Sachs	7º	32.065	BofA Merrill Lynch	7º	7
Credit Suisse	8º	19.138	Deutsche Bank	7º	7
Estáter	9º	17.428	Credit Suisse	9º	6
Brasil Plural	10º	14.945	Goldman Sachs	10º	5
BofA Merrill Lynch	11º	14.455	Brasil Plural	11º	4
NM Rothschild	12º	9.897	Vinci	11º	4
BR Partners	13º	4.215	Artica	13º	3
HSBC	14º	2.735	Banco Barclays	13º	3
Santander	15º	2.691	BB	13º	3
BI&P	16º	2.370	BI&P	13º	3
Credit Agricole	17º	1.930	Inspire Capital	13º	3
BB	18º	1.871	NM Rothschild	13º	3
A10 Investimentos	19º	1.273	Rabobank	13º	3
Brasilpar	20º	982	Santander	13º	3
Rabobank	21º	873	A10 Investimentos	21º	2
Banco Barclays	22º	651	Banco ABC Brasil	21º	2
Vinci	23º	638	Brasilpar	21º	2
G5 Evercore	24º	567	Estáter	21º	2
Virtus BR	25º	219	G5 Evercore	21º	2
Banco ABC Brasil	26º	105	HSBC	21º	2
Dealmaker	27º	84	Aria Capital	27º	1
Aria Capital	28º	66	Banco Fator	27º	1
Artica	29º	60	Ceres Inteligência Fin.	27º	1
Inspire Capital	30º	60	Credit Agricole	27º	1
Rosenberg Partners	31º	35	Daemon Investimentos	27º	1
Daemon Investimentos	32º	27	Dealmaker	27º	1
Ceres Inteligência Fin.	33º	21	Rosenberg Partners	27º	1
Banco Fator	34º	20	Virtus BR	27º	1
Total (*)		165.448	Total (**)		118

Figura 7 : Ranking dos *Advisors* em Volume e Negócios

Fonte: Boletim ANBIMA, 2015

Existem diversas fontes de pesquisa que elaboram relatórios sobre o mercado de fusões e aquisições, e com classificações e premissas diferentes.

O blog FUSOESAQUISICOES.BLOGSPOT, é uma plataforma que consolida as informações sobre os negócios de fusão e aquisições entre empresas no Brasil.

No acumulado de 2015, os últimos doze meses, representaram um crescimento no volume de transações, sobretudo por expectativas negativas, por conta da inflação crescente, forte alta do dólar, restrição ao crédito, estabilização dos juros em patamares altíssimos, redução de investimentos, Bovespa caindo e PIB em queda livre, fechando o ano em 3,7% negativo.

De um lado esse forte momento desfavorável da economia, e de outro a atividade de fusões e aquisições que normalmente se beneficia em períodos conturbados como este, um pelo fato de as empresas estarem buscando reduções de custo a qualquer custo, outra razão, é a diversificação do risco do negócio, e situações incomuns como é o caso da operação lava jato que culminou em uma derrubada das ações das companhias investigadas, forçando-as a encontrar formas de se capitalizar e permanecerem no páreo.

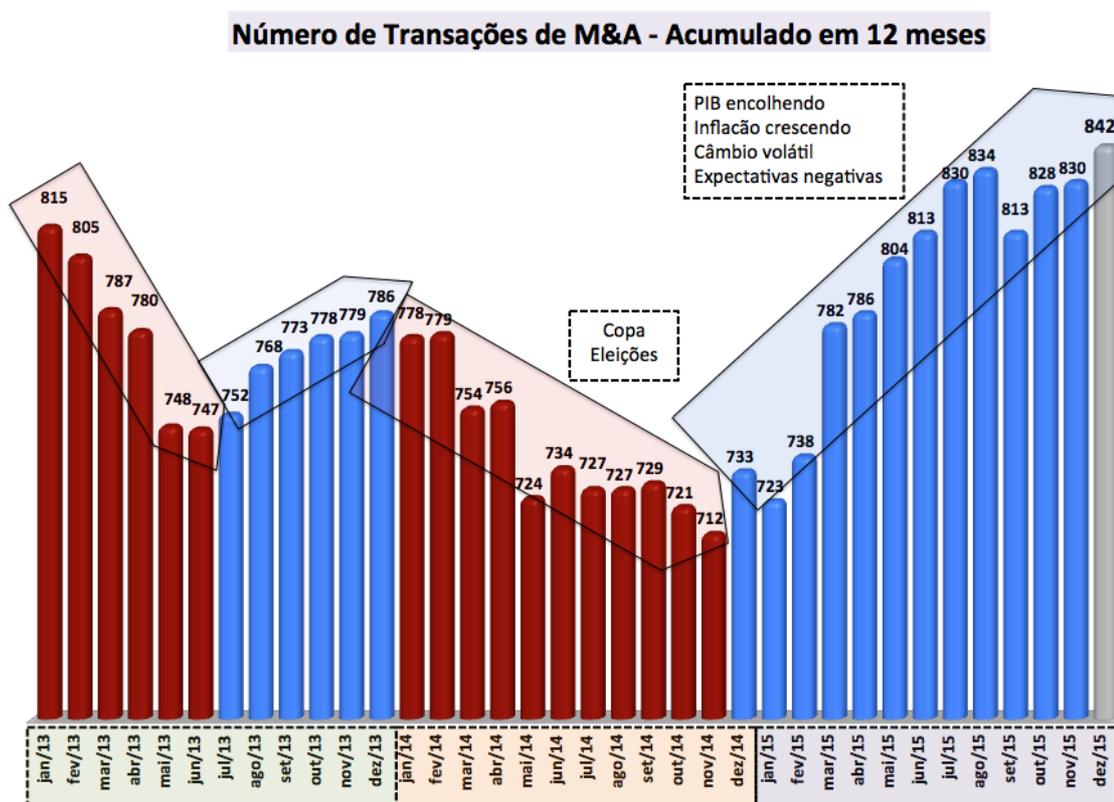


Figura 8 : Número de Transações de M&A – últimos 12 meses

Fonte: fusoesaquisicoes.blogspot

Quanto ao perfil do investidor, o maior movimento ficou por conta de investidores estratégicos cujo volume foi de R\$ 243 bilhões e 76% do total, já os investidores financeiros, fecharam 200 operações no montante de R\$79,9 bilhões.

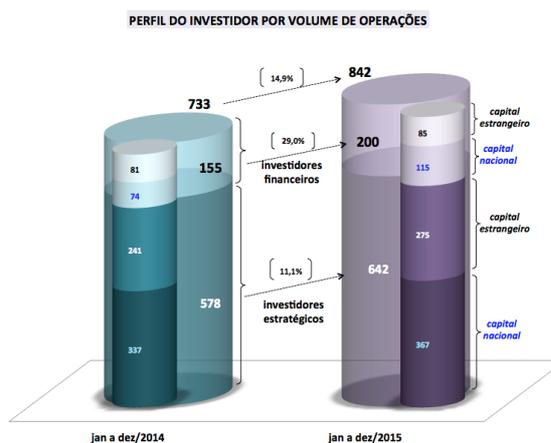


Figura 9: Perfil do Investidor por Volume de Negócios

Fonte: fusoesaquisicoes.blogspot

2.1 Principais Transações realizadas no Brasil em 2015

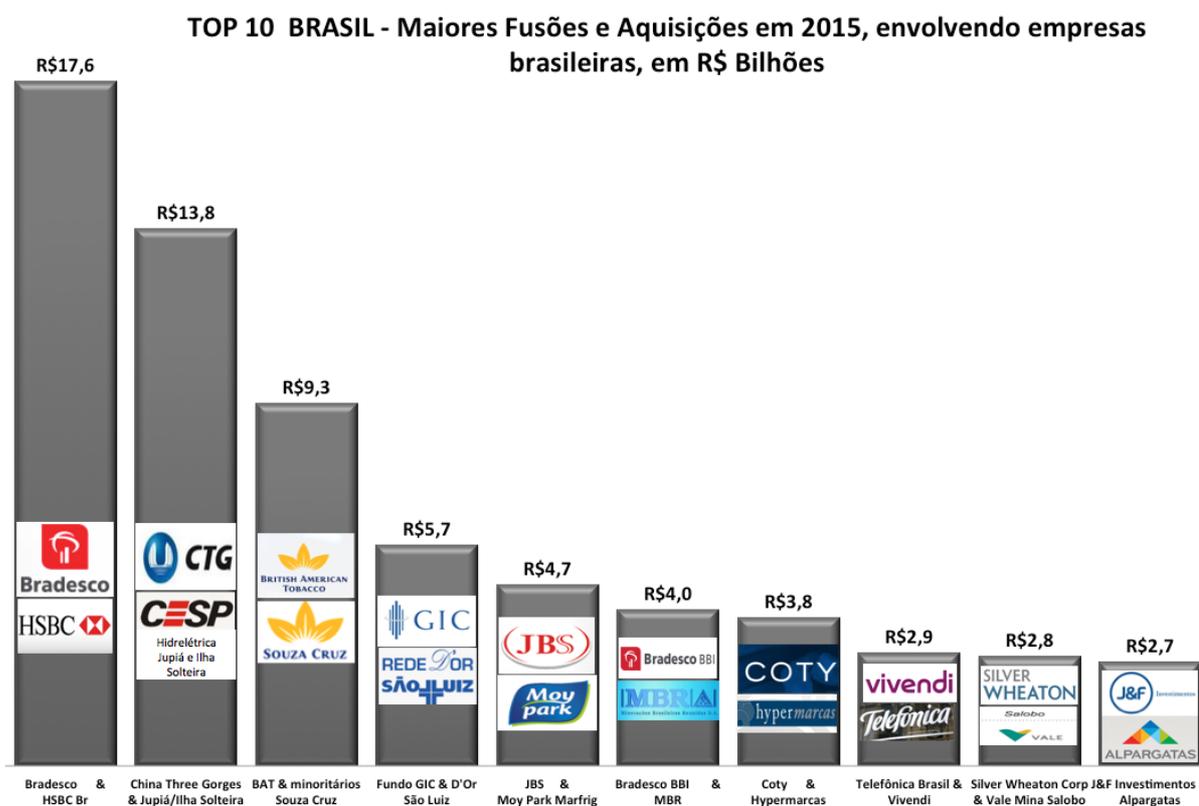


Figura 10: Maiores F&A no Brasil em 2015

Fonte: fusoesaquisicoes.blogspot

- 1) Último ativo financeiro robusto e estratégico no país, HSBC foi arrematado pelo Bradesco no valor de R\$ 17,9 bilhões, aproximou-se do líder privado no Brasil, o Itaú.
- 2) O apetite dos investidores chineses em relação ao Brasil está se tornando uma megalomania, com sua economia desacelerando e mais de 3 trilhões de dólares em reservas, o movimento chinês é gigantesco, visto isso, a companhia CTG (China Three Gorges), adquiriu a concessão das hidrelétricas de Jupiá e Ilha Solteira que pertenciam a estatal CESP, mediante o pagamento de R\$ 13,8 bilhões.
- 3) A inglesa BAT (British American Tobacco), anunciou a aquisição da brasileira Souza Cruz por R\$ 9,3 bilhões, retirando a companhia das cotações na Bolsa de Valores de São Paulo.

- 4) O maior grupo hospitalar brasileiro de propriedade do banco BTG Pactual foi adquirido pelo fundo soberano de Cingapura no valor de R\$ 5,7 bilhões.
- 5) No setor de alimentos destaca a venda da Moy Park, divisão de frango e alimentos processados na Europa para JBS no valor de R\$ 4,7 bilhões.
- 6) Com seu plano de desinvestimento, a companhia Vale se desfez do ativo para o banco Bradesco no valor de R\$ 4 bilhões.
- 7) O grupo Hypermarchas vendeu sua divisão de cosméticos para a americana Coty, no valor de R\$ 3,8 bilhões. Segundo o CEO da companhia, a transação permitirá maior foco em nosso negócio farmacêutico, setor em que já somos o campeão nacional, com aproximadamente 14% de participação.
- 8) O conglomerado de mídia Telefônica Brasil comprou uma parcela remanescente do capital da Vivendi em uma operação de R\$ 2,9 bilhões, para resolver uma pendência regulatória, onde possuía participações indiretas em dois grupos brasileiros de telecomunicações.
- 9) A mineradora Vale vendeu o montante de R\$ 2,8 bilhões, resultado da venda de 25% adicionais do fluxo de ouro produzido por uma de suas minas.
- 10) O gigante de alimentos JBS, cujo o dono é o conglomerado J&F Holding que reúne diversas empresas de vários segmentos, concluiu a compra da Alpargatas da Camargo Corrêa, no valor de R\$2,67 bilhões.

2.1.1 Detalhamento das Principais Transações

A maior transação do Brasil foi a compra do Bradesco pela unidade fragilizada do HSBC no Brasil. Esta, une-se o quarto e sexto maiores bancos em ativos no país, e leva o Bradesco a 16% de participação no mercado, pouco atrás do líder ItaúUnibanco com 16,2%.

Segundo dados do Banco Central, o Bradesco assume a vice-liderança em número de correntistas, com 23,2% do total, e em quarto em volume de crédito, com um percentual de 16,9%.

A intenção de venda por parte do board do HSBC, foi definida com parte da estratégia do banco em reduzir ativos para melhorar a performance, já o racional por parte do Bradesco em adquiri-lo, foi devido ao banco inglês possui clientes de alta renda que se encaixariam perfeitamente no plano estratégico do banco brasileiro.

Abaixo, seguem os detalhes e termos da estrutura da transação.

Destaques da transação



Ativo único	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 5,0 milhões de correntistas e mais de R\$61 bilhões em depósitos ✓ Presença nacional em todos os segmentos ✓ Equipe Qualificada
Complementariedade	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Baixa sobreposição da rede de agências, fortalecendo posição do Bradesco especialmente nas regiões Sul e Sudeste e nos segmentos de alta renda ✓ Incremento da base para negócios rentáveis e pouco dependentes de capital, tais como seguradora, gestão de recursos e <i>private banking</i> ✓ Produtos, serviços e base de clientes complementares
Geração de valor	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Contribuição adicional ao lucro por ação esperado já em 2017 ✓ Oportunidade para colocação de produtos e otimização da plataforma
Uso eficiente do capital	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Disponibilidade de capital do Bradesco para concluir a operação sem necessidade de emissão de novas ações

Termos gerais da transação



- ✓ Aquisição de 100% das operações do HSBC no Brasil por US\$ 5,186 bilhões:
 - Banco de varejo, alta renda, comercial e de atacado
 - Financeira (Losango) e parcerias operacionais com varejistas (+ de 6 mil pontos)
 - Seguros / Previdência / Capitalização

- ✓ Pagamento em caixa mediante fechamento da transação e aprovação dos Órgãos Reguladores

- ✓ Rápida integração após aprovação pelos Órgãos Reguladores

Ganho de posicionamento do Bradesco

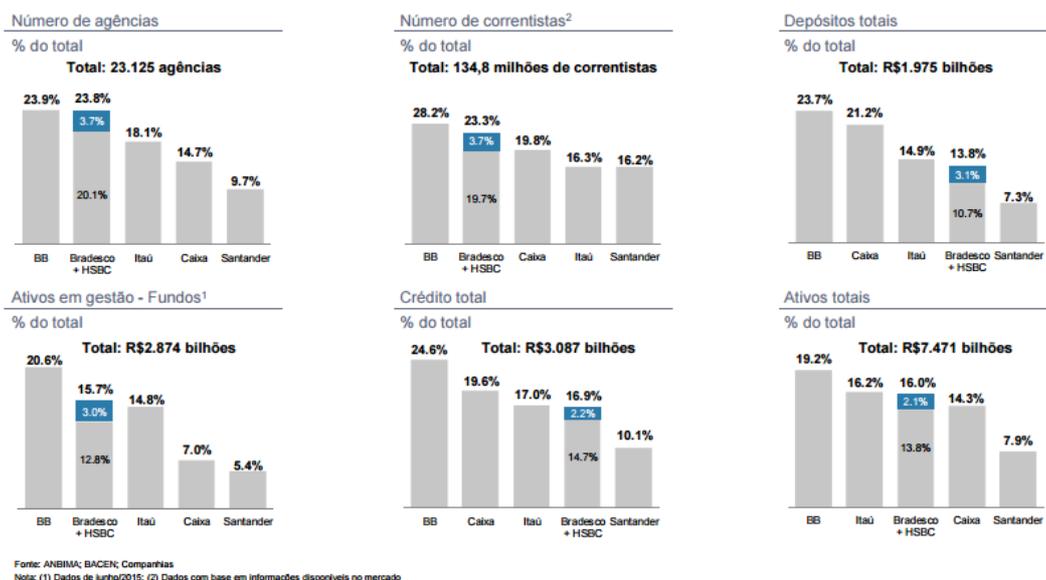


Figura 11: Destaques da Transação- Bradesco - HSBC

Fonte: Bradesco RI

O Bradesco foi assessorado pelos bancos JP Morgan, Rothschild, e o próprio banco de investimento do banco, Bradesco BBI na parte financeira, e na área jurídica, os responsáveis foram Clifford Chance LLP e Lefosse Advogados.

A transação envolvendo a J&F Holding de investimentos dos irmãos Joesley e Wesley Batista e a Alpargatas, proprietária das havaianas, ocorreu de uma forma bastante anormal, devido a rapidez com que essa negociação ocorreu.

Com outros interessados no radar e fazendo suas propostas, os irmãos Batista corriam por fora nessa briga, até que ofereceram o pagamento à vista, no valor de R\$2,67 bilhões, assumindo cerca de 44% da companhia.

Nessa negociação tiveram várias etapas que não foram seguidas perfeitamente, ou seja, não aprofundaram tanto na análise como deveriam, como é o caso da *Due Dilligence* (assunto que será abordado ao longo do trabalho).

O grupo Camargo Corrêa que comandava a Alpargatas, se viu na obrigação de avaliar algumas alternativas de desinvestimento, pois a operação Lava Jato fez com sua imagem fosse prejudicada juntamente a investidores e levado a derrubada de seus lucros, assim sendo, a J&F procurou os vendedores e efetivaram a compra no valor de R\$12,85 por ação, perfazendo o objetivo do grupo em se diversificar seu portfólio de negócios.

Abaixo, segue o Raio X da companhia Alpargatas.

Receita Líquida: 1S-2015 – R\$1,946 bilhão

Ebitda: R\$263,7 milhões

Número de funcionários: 18,6 mil

A Alpargatas é a maior empresa de calçados da América Latina, posição alcançada em 2003. Focada na excelência operacional e meritocracia, gera resultados crescentes para seus *stakeholders*. A partir de 2007, iniciou com sucesso seu processo de internacionalização, que seguirá forte nos próximos anos. Atualmente são 16 mil empregados no Brasil e 4 mil no exterior.

A empresa reúne marcas globais e líderes em seus segmentos, como a Havaianas, ícone de brasilidade nos 106 países em que está presente e conta com uma extensa linha de produtos que vai muito além dos chinelos; a Mizuno, líder do segmento de *running* performance e reconhecida por corredores amadores e atletas como a melhor marca; a Osklen, principal marca de luxo do Brasil que é referência em moda masculina e feminina e a Topper que destaca-se no portfólio internacional como líder em artigos esportivos na Argentina tanto em volume quanto em faturamento.

Fonte: J&F Holding site

2.2 Principais Transações realizadas no Mundo em 2015

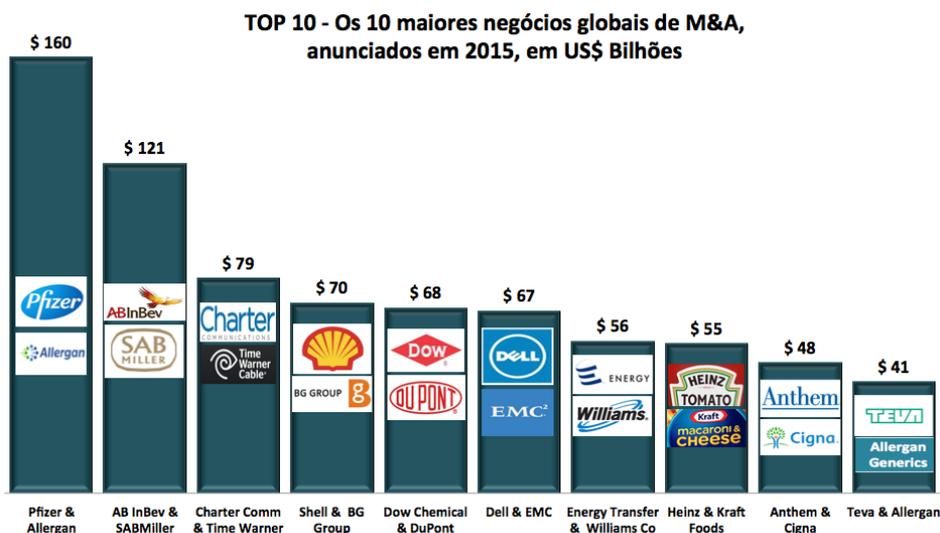


Figura 12: Maiores Transações em 2015 no mundo

Fonte: Blog Fusões e Aquisições: <http://fusoesaquisicoes.blogspot.com.br/2016/01/top-10-os-10-maiores-negocios-globais.html>

- 1) No primeiro lugar encontra-se a fusão das duas gigantes do ramo farmacêutico, Pfizer proprietária do Viagra e Liptor, fechou a compra da Allergan fabricante do botox, por cerca de 160 bilhões de dólares, orquestrada para reduzir e maximizar os benefícios fiscais, cujo a sede se deslocará para Irlanda, com objetivo de pagar menos impostos.
- 2) A número dois desse mercado, foi a oferta do grupo brasileiro ABInbev liderado pelo homem mais rico do país Jorge Paulo Lemann que orquestrou a compra da SABMiller, segunda maior cervejaria por 121 bilhões de dólares.
- 3) Já a terceira colocada que não chegou a patamares dos três dígitos, mais os valores impressionam 78,7 bilhões, foram as americanas Charter e Time Warner Cable, que criarão uma gigante no mercado de TV à cabo dos EUA.
- 4) O setor de óleo e gás um dos mais ativos em Fusões e Aquisições, registrou a fusão entre a Shell e BG Group por aproximado 70 bilhões de dólares.
- 5) Os gigantes do mercado de agroquímicos DuPont e Dow Chemical anunciaram um grupo com valor de mercado de 130 bilhões de dólares.
- 6) Uma das maiores empresas de tecnologia, a americana Dell uniu forças com a EMC, num valor de negócio de 67 bilhões, uma das maiores transações na área tecnológica.

- 7) No ramo energético também houve um grande negócio, a companhia Energy Transfer Equity (ETE) arrematou por 63 bilhões de dólares a companhia de gasodutos Willians Companies
- 8) 3G Capital grupo brasileiro anunciou a fusão da H.J Heinz e Kraft Foods que resultou na quinta maior companhia de alimentos do mundo, cujo transação foi de US\$ 28 bilhões.
- 9) O maior acordo da história dos Estados Unidos no segmento de seguro de saúde, foi a fusão da Anthem e Cigna no valor de US\$ 54 bilhões.
- 10) Teva Pharmaceutical Industries anunciou acordo para comprar a divisão de medicamentos genéricos da Allergan em uma transação em dinheiro e ações, transformando a empresa israelense em uma das maiores farmacêuticas do mundo.

2.2.2 Detalhamento das Principais Transações

A operadora a cabo americana Charter Communications divulgou sua aquisição pela rival Time Warner Cable no valor de US\$78,7 bilhões, o que levará a criação de uma gigante no setor de telecomunicações.

O setor encontra-se em plena mutação nos Estados Unidos, visto que a ascensão de serviços de vídeo online (Netflix, Amazon, etc), estão provocando uma ameaça ao setor.

Abaixo, seguem as principais considerações na avaliação da proposta, bem como os destaques da estrutura e os drives que determinaram a fusão.

Consideration and Valuation		Highlights
Cash	\$100.00	<ul style="list-style-type: none"> • EV/2015 TWC estimated Adj. EBITDA = 9.1x, 8.3x adjusted for synergies and tax benefits³⁾ • Accretive to Charter shareholders and TWC shareholders receive 18% premium⁴⁾ • TWC shareholders to own 44% of New Charter, with balance owned by legacy Charter shareholders and Advance/Newhouse • Election option for TWC stockholders to receive \$115 of cash and New Charter shares equivalent to 0.4562 shares of Charter • Liberty Broadband and Liberty Interactive Corporation ("LIC") to exchange TWC stock for New Charter stock; Liberty Broadband to invest \$4.3 billion in TWC transaction and \$700 million in BHN transaction in exchange for New Charter shares • Pro forma entity to be levered at 4.5x 2015 estimated pro forma adjusted EBITDA^{5,6)}
+ 0.5409 Equivalent New Charter Shares ¹⁾	\$95.71	
Offer per TWC Share	\$195.71	
Total Equity Value ²⁾	\$56.7B	
+ Net Debt	\$22.7B	
- Est. Equity Investments	\$0.7B	
TWC Enterprise Value	\$78.7B	
- Est. Present Value of Tax Assets	\$1.6B	
TWC Adjusted Enterprise Value	\$77.0B	

Combination Drives Significant Upside for Shareholders

Driving customer and revenue growth

- Strategy of delivering superior products at attractive, simple and consistent price points drives growth
- Deeper household product penetration increases revenue per household with more value to customer, and extends customer lifetimes
- Highly competitive product and service enables manageable promotional rate step-ups and rate discipline

Unlocking value via cost synergies and tax benefits

- Cost synergies inherent in simple, uniform operating practices and pricing & packaging – designed to improve service, promote growth and create operating leverage
- Est. annual run rate cost synergies of \$800 million; likely higher among 3 companies
- Combined purchasing, overhead, product development, engineering and IT will also generate opex and capex synergies

Margin expansion

- Margin expansion results from greater revenue per relationship and passing, and investment in high quality service to reduce service transactions and costs
- New Charter will have the scale to lower costs and significantly improve margins

Figura 13: Destaques da transação Time Warner / Charter

Fonte: IR Time Warner

Após fechar seu capital da Dell, o fundador Michael Dell voltou ativa e adquiriu o maior negócio da história da tecnologia, a EMC Corp. no valor de US\$67 bilhões.

O objetivo desta transação, segundo Michael Dell foi anunciar um acordo que promete desenvolver um papel mais central na tecnologia corporativa. A EMC acrescentaria ao leque de produtos e serviços uma linha mais ampla de hardware de armazenamento de dados, bem como software de centro de dados, análise de segurança digital e de virtualização.

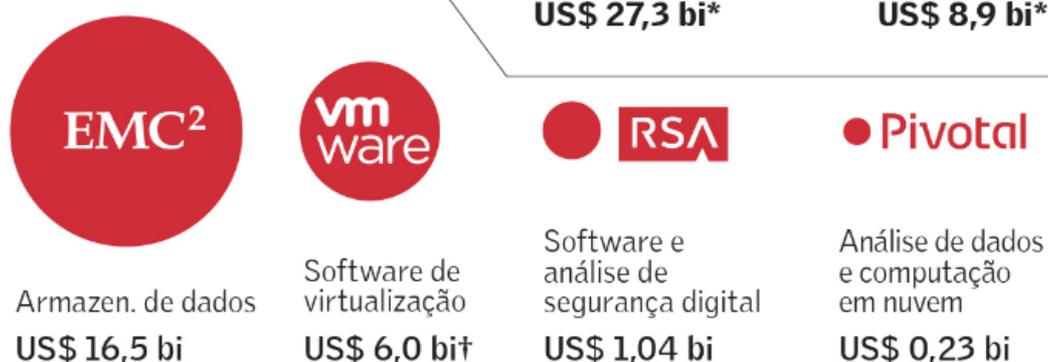
A fusão marcaria o desfecho de longa busca da Dell em transformar a companhia em uma especialista de computadores pessoais em uma provedora universal de serviços de tecnologia de que grandes companhias necessitam.

965440205254550404581289831754603612

União de bens

Receita em 2014 das principais unidades da Dell e da EMC

Principais segmentos de negócios da EMC



*Estimativas

†EMC tem uma participação majoritária

Fontes: EMC; International Data Corp. (PCs Dell/previsão); Gartner (servidores Dell/previsão) THE WALL STREET JOURNAL.

Figura 14: Números da transação Dell

Fonte: <http://fusoesaquisicoes.blogspot.com.br/2015/10/fusao-com-emc-da-dell-mais-forca-no.html>

3. As Histórias (ondas) das Fusões e Aquisições

As ondas de M&A provocaram grandes rupturas no capitalismo mundial, transformando um ambiente de negócios de aglomerações pequenas e médias empresas locais, a mercado dominado pelas grandes corporações multinacionais.

As ondas de fusões e aquisições geralmente são causadas por uma combinação de transformações da ordem econômica, tecnológica, regulatória, estratégia, das quais são chamados de “choques”.

Esses choques, podem ser percebidos quando há uma expansão da economia que motiva as empresas a aumentar a produção para atender o rápido crescimento da demanda agregada, e os *deals* de M&A são uma forma rápida e eficiente de alternativa ao crescimento orgânico.

Vale ressaltar que essas ondas de M&A são influenciadas pela dinâmica do mercado de capitais, dos quais, fatores como a liquidez de capital no mercado, o custo de capital, ou até mesmo, o movimento do mercado de ações são atributos fortes que evidenciam os números de transações de Fusões e Aquisições.

Primeira onda de Fusões e Aquisições – 1890 – 1905

Entre a década de 1890 e início de 1900, as empresas norte americanas tentaram construir monopólios em seus respectivos setores, formando os “trusts”, uma forma de integração horizontal (quando uma empresa adquire outra que produz o mesmo tipo de produto), em que os exemplos são a companhia de óleo e gás Standard Oil Company, United States Steel Corporation e International Harvester Corporation.

Para proteger os consumidores americanos, o congresso americano promulgou uma lei que visava a proteção dos interesses dos cidadãos, para evitar que os preços em determinados setores fossem controlados pelos conglomerados.

Nesta primeira onda, mais de 1.800 operações foram realizadas, o que acelerou a economia e tornou o ambiente mais hostil para as fusões e aquisições.

Segunda onda de Fusões e Aquisições – 1926 – 1929

Com um ambiente mais rígido e rigoroso diante da criação da lei imposta pelo governo, o que se viu nessa época foi a criação de oligopólios e várias integrações verticais entre empresas (quando a transação ocorre entre fornecedor e cliente).

Nesta época, com o pós-primeira guerra, existiu uma grande disponibilidade de capital, ocorrendo formações de grupos voltados pelas áreas de transporte, como é o caso da General Motors, John Deere e IBM. Todavia, essa segunda onda, foi determinante para preparar o terreno para o *crash* da bolsa americana de 1929.

Terceira onda de Fusões e Aquisições – 1965 – 1969

Esta fase, foi caracterizada pela diversificação entre empresas, as grandes empresas eram muito diversificadas em linhas de produto, e muitos deles adquiriram empresas totalmente fora de sua área de negócio, como é o caso da ITT (International Telephone & Telegraph), comprando uma companhia do setor de locação de veículos.

Quarta onda de Fusões e Aquisições – 1981 – 1989

Com queda nos processos de M&A nos anos anteriores, à partir da década de 80, as ofertas foram financiadas por dívidas ou mesmo por fundos de *private equity*, que entraram como sócios nos negócios. Esses fundos ganharam relevância no mercado financeiro, com destaque para o fundo KKR, que adquiriu as empresas NJR Nabisco e Beatrice, ambas do setor de alimentos, cuja transação, foi considerada as maiores do período.

O fim dessa onda se deu, pelo fim da grande expansão econômica e o início de uma breve recessão, que ocasionou o desmoronamento das fusões no período. Um outro fator que contribuiu pelo colapso, foi o mercado de *bonds* especulativos, que haviam financiado boa parte das aquisições.

Quinta onda de Fusões e Aquisições – 1992 – 2000

Impulsionada pela globalização, o boom do mercado de ações, nível de desregulamentação do mercado, este período iniciou-se em 1992, e teve um foco mais voltado pela visão de longo prazo e caráter estratégico, assim como também não apresentavam alto nível de alavancagem, sendo a maioria das transações financiadas pela combinação de dívida e capital próprio.

A quinta onda foi de fato internacional, tiveram grandes volumes de negócios na Europa, Ásia e em menor número na América do Sul, destacando os setores bancário e telecomunicações. Porém nos anos 2000, o mercado viu estourar uma bolha no mercado de ações.

Sexta onda de Fusões e Aquisições – 2001 – 2008

Após a recessão de 2000, o mercado voltou com tudo e viu inundação de dólares no mercado, graças aos estímulos do banco central americano em manter baixa as taxas de juros. Com taxas baixas, tiveram a ascensão de fundos de Private Equity que efetivaram aquisições alavancadas mais baratas atrelado ao ambiente de alta liquidez e capital barato.

Sétima onda de Fusões e Aquisições

Observa-se que o ambiente de negócios após a crise de 2008, caracterizado pela aversão ao risco e foco em crescimento orgânico por parte das empresas, está se dissipando.

É fato que estamos vivendo uma era mais volátil em termos de crescimento dos mercados, mas as empresas estão começando a entender que nesse ambiente volátil, poderá e tem, muitas oportunidades. Talvez seja impossível achar que o crescimento orgânico e o corte de custos farão entregas financeiras consistentes, portanto os gestores parecem estar acreditando novamente que é mais fácil comprar crescimento do que construir.

4. Entendendo a operação de Fusões e Aquisições

A operação de Fusões e Aquisições (tradicionalmente conhecida como M&A – *Mergers and Acquisitions*), é considerada uma das mais poderosas ferramentas para o crescimento acelerado das empresas, visando um aumento no valor do acionista, ganhos de *market share*, absorção de concorrentes, redução de custos e ganhos de sinergia.

Conceitualmente a operação de Fusões e Aquisições é a união de duas ou mais companhias que forma uma única empresa, geralmente sob controle administrativamente da maior ou a mais próspera

Fusão por Concentração: mediante a constituição de uma nova sociedade, para a qual se transferem os patrimônios das empresas fundidas, e

Fusão por Incorporação: quando um grupo transfere todo o patrimônio de uma ou mais sociedades para outro, que se designa de empresa incorporante.

Já o caso de uma aquisição, cuja a definição é uma empresa adquire a outra por meio da compra de suas ações, ou até mesmo uma parte de suas ações da empresa adquirente, como forma de pagamento, uma vez adquirida essa é incorporada às operações da adquirente. Em seguida, a empresa que acaba de ser adquirida deixa de existir.

Há quatro classificações a ser adotada, para uma estratégia de fusão;

- a) Horizontal: quando a aquisição ocorre entre empresas que possuem o mesmo foco de atuação, visando basicamente o aumento de participação de mercado;
- b) Vertical: refere-se à aquisição ocorrida entre empresas que se encontram em estágios distintos, porém sinérgicos, que buscam ganhos de competitividade;
- c) Congênere: as empresas envolvidas não atuam no mesmo ramo, porém pode haver alguma complementaridade em suas unidades de negócio à médio e longo prazo;
- d) Conglomerado: envolve a aquisição de participação em companhias com foco em atividades completamente diferentes, objetivando a diversificação das atividades.

Dentre as várias razões para se implementar uma operação de Fusão e Aquisição, destaca o aproveitamento de novas oportunidades para compartilhar com parceiros, na medida do possível, mitigando riscos e alavancando recursos limitados.

Destaca-se um variado conjunto de razões que os executivos que decidem para atingir determinado alvo, mais conhecido como Sinergia, que visa a interação de duas ou mais partes ou forças cujo efeito combinado é maior do que a soma das partes.

- i) **Ganhos de Market Share**: Uma das principais razões para a decisão de adquirir uma companhia, visando ganhar participação relevante em seu mercado de atuação seja ele de produto / serviço, região geográfica, perfil de clientes etc. Geralmente, aquisições via ganhos de posição de mercado são mais baratos do que lutar contra as barreiras de entrada, visto que o crescimento orgânico seja mais lento e com maior custo. Ativos estratégicos e intangíveis como tecnologia, marca, canais de

distribuição, patentes, imagem de marca são difíceis de se desenvolver internamente.

- ii) **Escala Econômica**: Aumento da competitividade entre os players, atrelado a redução de custos de produção e distribuição, e aumentando o portfólio de clientes, perfazendo ganhos substanciais de margens. Ganhos de performance financeira resultando em um balanço robusto e eficiente para competir e barganhar com credores as melhores condições de crédito e funding, visando a possível abertura de capital, viabilização de crédito e obtenção de recursos. Aproveitamento de benefícios fiscais que auxiliado por um planejamento tributário eficiente, faz com que muitas decisões de F&A seja realizada por esta razão.
- iii) **Diversificação e Mitigação do Risco do Negócio**: Como diz o guru do mercado de capitais Warren Buffet, “nunca deixe apenas um ovo em uma cesta”, a diversificação do negócio e consequentemente a entrada de novos sócios no negócio, torna seu investimento mais seguro e blindado.
- iv) **Novos Mercados, Produtos e Tecnologia**: Acesso mais rápido à tecnologia, desenvolvimento de produtos e abertura de novos mercados.
- v) **Maior Visibilidade**: Viabilizar uma estrutura organizacional mais complexa com escala para acessar o mercado de capitais (*equity* ou dívida)
- vi) **Verticalização**: Reduzir o número de agentes na cadeia produtiva aumentando margem ou diminuindo risco operacional
- vii) **Aquisição de Recursos / Capacidade**: Adquirir vantagens competitivas ao trazer algo que a companhia não tem e que a diferenciará no mercado (Nova tecnologia ou um time que entende a cultura local)
- viii) **Benefícios Fiscais subutilizados**: A nova companhia irá se favorecer de benefícios fiscais concedidos pelas autoridades locais ou do uso de prejuízos acumulados
- ix) **Eliminar Ineficiências**: Substituir partes disfuncionais do processo produtivo, desde o departamento inteiro até uma fábrica/ equipamentos
- x) **Outros de efeito prático duvidoso**: Diversificar? Aumentar Lucro por ação? Redução do kd?

4.1 Cronograma de um Processo de Fusões e Aquisições na prática

Para qualquer tipo de transação, seja ela uma venda ou compra, o assessor financeiro irá elaborar um cronograma com todas as etapas de um processo de M&A, conforme evidenciado a seguir, os detalhes e objetivos de cada fase.



Diagnóstico

- ✓ Entender os Objetivos e Necessidades dos sócios e determinar a dinâmica do Processo de Venda
- ✓ Aprofundar Entendimento da empresa e do Mercado em que atua

Avaliação & Preparação

- ✓ Realizar a Avaliação Financeira da Empresa com diversos cenários e utilizando as metodologias mais aplicáveis
- ✓ Checar os Procedimentos gerais da empresa, e se for acaso, recomendar uma *Due Dilligence* para melhor preparar a empresa para uma transação
- ✓ Desenvolver a Tese de Investimento que será apresentada aos Potenciais Investidores

Plano de Execução

- ✓ Determinar o Perfil dos Investidores (Financeiro vs. Estratégico) e Abrangência do Processo (Nacional vs Internacional)
- ✓ Definir a Estratégia (Processo restrito ou aberto)
- ✓ Mapear e Selecionar os Potenciais Investidores, com Cronograma de Ação e Estratégia de Abordagem de cada um.

Material de Mkt

- ✓ Preparar Termo de Confidencialidade, *Teaser*, Memorando de Informação, *Management Presentation*, Carta- Convite, e Cronograma do Processo

Apresentação da Empresa (road Show)

- ✓ Abordar os Potenciais Investidores de acordo com o Plano de Execução estabelecido
- ✓ Apresentar a Tese de Investimento e a Operação, criando um ambiente de competição saudável

Estruturação do Negócio

- ✓ Evoluir as tratativas com os investidores interessados e apresentar as informações complementares
- ✓ Negociar e Definir os Termos da Operação
- ✓ Coordenar a preparação do data room e de documentos necessários à conclusão da transação em conjunto com auditores e advogados

Due / Sup. Jurídica

- ✓ Preparação dos executivos para apresentação dos investidores;
- ✓ Supervisionar o processo de *due diligence* financeira / contábil e legal;
- ✓ Negociar outros aspectos da transação, tais como: tratamento de contingências, acordo de acionistas, garantias, entre outros;

Fechamento

- ✓ Negociar os termos dos contratos finais. Evoluir as tratativas com os investidores interessados e apresentar as informações complementares
- ✓ Negociar e Definir os Termos da Operação
- ✓ A partir da assinatura dos contratos finais, acompanhar transição até o fechamento, liquidação financeira e anúncio da operação, contábil e legal;

Fonte: Tradução Livre – *Valuation, Leveraged Buyouts and Mergers & Acquisitions* – Joshua Rosenbaum and Josua Pearl

Valuation

A segunda fase da dinâmica do processo de M&A, consiste na elaboração da Avaliação Financeira da companhia, mais chamado de *Valuation* que tem como objetivo calcular o valor justo da empresa através de combinação de diversas metodologias que mais se encaixam no perfil da empresa (tais metodologias serão apresentadas na sequência). Para tanto, serão realizados estudos de mercado (nacional e internacional) que fornecerão baseamento para a construção de premissas operacionais e mercadológicas que darão suporte a diferentes cenários aplicados à avaliação.

Muita embora os empresários e a maioria acham que o preço (*Valuation*) acordado no início das negociações, será o mesmo que na hora do fechamento. Engana-se, pois, ao longo do processo de uma transação, diversas variáveis são predominantes na estrutura da transação. Tais quais, i) Forma de Pagamento ii) Formato da Estrutura iii) Aspectos Legais e Sociais, iv) Riscos Diversos (Tributário, Trabalhista, Ambiental, Legal, Societário e entre outros), vi) Valor a Financiar (mecanismos), vii) Hedge (proteção) da Transação, viii) Benefícios Fiscais, ix) Comitê do Conselho de Adm.

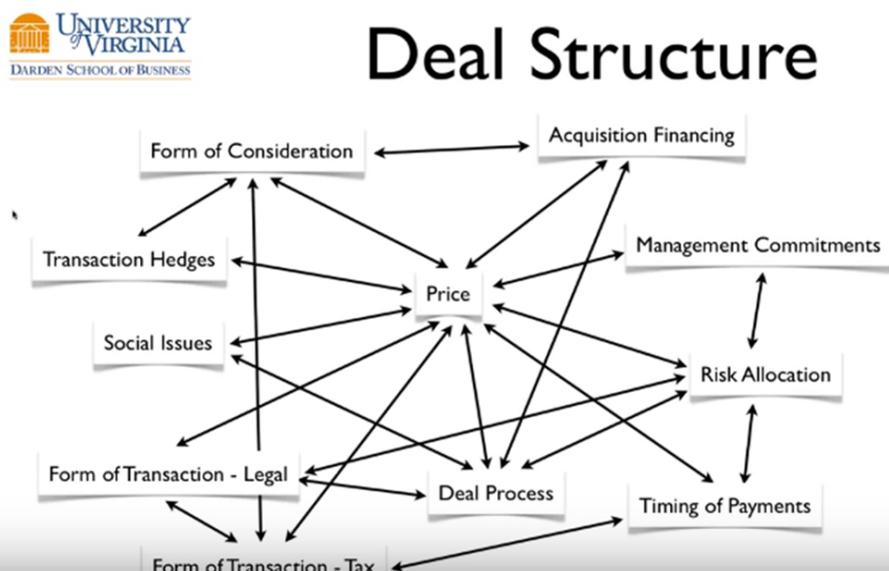


Figura 15: Estrutura da Transação

Fonte: Universidade Virginia

Memorando de Informações

Os materiais de marketing, muitas vezes representam a primeira apresentação formal aos potenciais interessados e são essenciais para estimular o interesse dos compradores e criar uma boa primeira impressão. Rosenbaum & Pearl

Um dos materiais mais importantes de Marketing de um processo de M&A é o Memorando de Informações, o qual é a porta de entrada da empresa ao mercado, cujo tem objetivo demonstrar todo o potencial da empresa, suas principais características, vantagens competitivas, o quadro de executivos e sócios, e também um pouco do histórico e projeções financeiras.

Abaixo, segue um resumo do sumário executivo de um Memorando de Informação:

Sumário

- 1) Sumário Executivo
- 2) Tese de Investimento
- 3) Análise Setorial
 - 3.1) Análise dos Segmentos de Atuação

- 3.2) Análise Competitiva
- 4) Análise da Empresa
 - 4.1) História
 - 4.2) Estratégia
 - 4.3) Produtos & Serviços
 - 4.4) Clientes e Fornecedores
 - 4.5) Executivos e Qntde Colaboradores
- 5) Análise da Operação
 - 5.1) Parque Fabril
 - 5.2) Centro de Distribuição
 - 5.3) Vendas e Marketing
 - 5.4) Tecnologia da Informação
 - 5.5) Jurídico
- 6) Análise Financeira
 - 6.1) Histórico Financeiro
 - 6.2) Projeção Financeira
- 7) Anexos
 - 7.1) Demonstrativos Financeiros Auditados
 - 7.2) *Press Releases*

A construção do Memorando de Informações robusto e bem feito, por parte do assessor, terá impacto significativo em duas fases no processo de Fusões e Aquisições:

- 1) **Rapidez no Processo:** Quanto mais informação estiver no Info Memo disponível, menor será o gasto em reuniões, conferências, visitas, e-mails. Ninguém quer perder tempo desnecessário educando um possível comprador sobre sua empresa, para depois ouvir que não está interessado. O papel do *advisor* nessa fase consiste em identificar os principais graus de atratividade e colocá-los em forma organizada e detalhada.
- 2) **A percepção do comprador:** A raça humana é influenciada pela aparência e o primeiro olhar é o que fica, portanto, um Memorando de Informações bem elaborado ajuda a transmitir a impressão de uma empresa bem gerenciada e organizada. Esses fatores influenciam diretamente a avaliação

(*valuation*) por parte dos compradores, que irão adicionar um prêmio na futura proposta.

Due Dilligence

Uma das fases mais importantes na condução de uma transação, a *Due Dilligence* fase 7, na qual os compradores (e seus assessores) obtém autorização e acesso à uma série de informações da empresa-alvo. Essas informações são liberadas mediante um contrato de confidencialidade assinado por todo o time que irá acessar os documentos.

Normalmente as informações necessárias à realização da *Due* são solicitadas pelo comprador através de uma lista de solicitações.

O escopo da *Due Dilligence* vai variar dependendo da natureza da transação contemplada, das áreas de risco conhecidas, tamanho e complexidade do negócio, da indústria envolvida, tempo previsto para realização da transação e a estrutura da transação.

Dada a complexidade que é uma transação, os objetivos gerais de realizar uma *Due Dilligence*, são auxiliar o comprador no entendimento onde existe valor na empresa *target* e identificar problemas que deverão ser considerados antes e depois da aquisição, auxiliar na determinação das cláusulas contratuais que precisam ser incluídas ou negociadas no contrato de compra e venda, bem como na determinação do preço final, permitir ao comprador tomar conhecimento das necessidades de aprovação da venda (ex. CADE, ANEEL, ANATEL, MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO, bancos e terceiros) e eventuais restrições.

Além disso, permite validar (ou não), o valor apresentado (*valuation*) na *Non-Biding Offer* (proposta não vinculante), levantar riscos e contingências, identificar e quantificar as sinergias possíveis, analisar informações estratégicas (vendas, clientes, recursos humanos, TI etc), acessar informações societárias para poder desenhar a estrutura da transação, bem como coletar os dados que permitem desenhar o Plano de Integração.

Os principais executores e informações acessadas na *Due Dilligence*.

Área	Advisor Financeiro	Advogados	Audítores	Técnicos	PMI
Societário		X	X		
Contábil	X		X		
Tributário		X	X		
Trabalhista		X	X		
Técnico				X	
Financeiro	X	X	X		
Ambiental		X		X	
Contratual	X	X	X	X	X
Mercado	X		XX		
Regulatório	X	X		X	X
Jurídico		X			
TI				X	X
RH				X	X
Infra				X	X

Tabela 1: Matriz de Responsabilidade *Due Dilligence*
 Fonte: Curso Saint Paul, *Investment Banking*

Elaboração do Contrato de Compra e Venda (Principais Cláusulas)

Uma das últimas etapas do processo de Fusões e Aquisições, é a confecção dos termos do Contrato de Compra e Venda (“SPA – *Share Purchase Agreement*”), é o contrato que especifica os termos e condições da compra e venda, e as obrigações do comprador e vendedor. Ao longo da *Due Dilligence*, no qual a parte compradora já aprofundou sua análise na empresa, são realizados alguns *drafts* das cláusulas e enviado constantemente aos vendedores, para que esses com ajuda de assessores financeiros e legais revisam e comentem sobre tais pontos).

A tendência é que as operações de M&A tornem-se cada vez mais complexas e sofisticadas, exigindo muita criatividade e cuidados com os detalhes da regulamentação. Deparamos recentemente com casos em que aquisições desfeitas disparou no Brasil, segundo artigo publicado na Exame: *Sócios Ontem Inimigos*

Ontem. Para os assessores legais, a proliferação das brigas está levando os advogados a mudar cláusulas destinadas a resolver desavenças. Os novos contratos estão sendo elaborados com provisões de rompimento, e cláusulas que permitem que o negócio seja desfeito em caso de dano de imagem (uma das razões é a operação Lava Jato e Zelotes).

Alguns aspectos importantes sobre opções de compra e venda, os direitos podem ser livremente negociados entre as partes, abaixo seguem as cláusulas mais comuns em operação de *Mergers & Acquisitions*.

Declarações e Garantias: Declarar a situação da empresa e garantir a veracidade das informações apresentadas, essas cláusulas são a espinha dorsal dos contratos de aquisição, sua preparação deve estar alinhada com os mecanismos que tratam de eventuais perdas resultantes de atos ou fatos relacionados. Fonte: Pinheiro Neto Advogados

Poison Pills: São cláusulas estatutárias que obrigam o adquirente que atingir participação superior a um determinado percentual, realize uma OPA (Oferta Pública de Ações) para todos os acionistas. Ainda esse mecanismo ainda não é muito difundido, mas o que está ocorrendo é utilizar o interesse dos acionistas, que levará a uma valorização do preço a ser pago pelas ações. Fonte: Pinheiro Neto Advogados

Proxy Fight: Os acionistas interessados em adquirir o controle, podem buscar o apoio dos demais através de procurações de voto, e eleger um novo grupo, por outro lado, o conselho inicia uma campanha para reunir os votos necessários para manter o poder. Fonte: Pinheiro Neto Advogados

Cláusula Tag Along: Direito do acionista, quando o sócio vender a participação para alguém de fora automaticamente os outros sócios passam a ter direito de vender sua participação ao mesmo comprador com os mesmos termos e condições. Fonte: Pinheiro Neto Advogados

Cláusula Drag Along: Quando alguém quiser vender sua parte do negócio, os demais são obrigados a fazer o mesmo e assim fica garantido que a empresa pode ser negociada com alguém que só aceite comprar 100%. Fonte: Pinheiro Neto Advogados

Cláusula Shot Gun: Bastante utilizada em acordos de acionistas, apresenta as mais diversas redações e ritos de aplicação. Pode ser definido, basicamente, como o

direito de o acionista notificante exigir do acionista notificado, em determinado momento ou a qualquer tempo, a venda compulsória da totalidade das ações de sua propriedade. Fonte: Pinheiro Neto Advogados

Cláusula Objeto: Qual será exatamente o objeto da compra e venda; Qual será a estrutura jurídica-tributária do negócio; Os efeitos nas demonstrações financeiras; Há necessidade de outros contratos além do contrato principal.

Cláusula Forma de Pagamento O preço será pago à vista ou a prazo, em quais condições; Haverá retenção de preço, *escrow account* para fazer frente a contingências sobre os passivos ocultos; Parcelas futuras podem ser utilizadas como garantias das contingências; Como será o *funding* do negócio

Cláusula Preço: Haverá *earn-out* (metodologia de pagamento com base nas projeções acertadas via premissa: Lucro ou Ebitda), e se sim quais serão as condições; Compra ou venda parcial, há cláusulas que impõem a aquisição ou venda do negócio restante (opções de compra e venda), em quais condições de preço e forma de pagamento. Fonte: IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa)

Cláusulas Indenização: Há litígios e contingências com valores desconhecidos, informadas em notas explicativas nas DF's (Demonstração Financeiras) das empresas sem qualquer provisão. Fonte: Curso *Investment Banking* Saint Paul, 2014.

Cláusulas Condições Precedentes ao Closing: Lista de documentos, registros, licença, autorização, cópia e acordos que não foram apresentados de forma que o comprador solicitou.

Signing & Closing

Última etapa do processo de M&A, a Assinatura e Fechamento é a mais importante e tensa, pois envolve a celebração definitiva de conclusão do negócio. “É agora ou nunca”.

É comum nessa etapa, ambas as partes celebrarem com festa o desfecho do negócio, porém até a hora de assinar os termos finais, pode-se levar horas e mais horas na mesa de negociação. Apesar da chance de sucesso da transação ser bastante

positiva, muitos assessores financeiros, advertem seus clientes e dizem que a chance de probabilidade de finalizar é 5%.

Com assinaturas de ambas as partes e as testemunhas respectivamente, o passo é acompanhar a transição até o fechamento, liquidação financeira e anúncio da operação.

4.2 As Principais Metodologias de Avaliação Financeira em Processo de M&A

A abertura da economia a partir do início da década de 90 teve como principal efeito o aumento significativo do nível de competição em praticamente todos os setores. Este novo ambiente competitivo demanda também um novo tipo de empresa, com executivos preocupados com crescimento e escala, eficiência e geração de valor para os acionistas.

Esse novo paradigma de reestruturação empresarial gera dois grupos de empresas claramente distintos: as líderes que serão compradoras de outras empresas e as perdedoras, que são ativos disponíveis para venda. Nesse processo de consolidação implica avassaladora troca de mãos de ativos / empresas, exigindo, desta forma, a habilidade de valorá-los, tanto da parte dos potenciais compradores quanto dos vendedores.

Qualquer ativo, seja real ou financeiro, tem-se valor. Indo nessa lógica, para se investir nesses ativos e gerenciá-los com maestria, o montante em si não é o mais relevante, e sim, as fontes de valor que chegaram a determinar o valor para tal ativo.

Todo ativo pode ser avaliado, porém alguns são mais facilmente avaliados do que outros, e os detalhes da avaliação variam de caso a caso. Como exemplo, uma avaliação de um imóvel exigirá informações diferentes e seguirá um formato diverso da avaliação de uma empresa negociada na bolsa de valores.

Entretanto, o que realmente importa não são as diferenças técnicas de avaliação de ativo para ativo, mas o grau de similaridade nos princípios básicos.

Há muitas incertezas associada à avaliação, e esta decorre do ativo a ser avaliado, todavia o modelo de avaliação possa aumentar a incerteza.

Certos investidores subscrevem que a teoria de investimento do valor de um ativo é irrelevante desde que haja alguém disposto a comprar o ativo.

A verdade de um investimento seguro é que um investidor não pague mais por um ativo que ele realmente vale. Esta afirmação pode parecer lógica, porém é esquecida e redescoberta em algum momento por todas as gerações e em todos os mercados.

Ao longo do tempo, a avaliação desenvolveu seus próprios mitos, abaixo desmitifico alguns:

- i) **Uma vez que os modelos de avaliação são quantitativos, a avaliação é objetiva:** A avaliação não é uma ciência que alguns dizem ser e nem objetiva que os idealistas gostariam que fosse. Os modelos que utilizamos na avaliação podem ser quantitativos, mas os dados de entrada deixam margens suficientes para argumentação subjetiva.
- ii) **Uma avaliação bem pesquisada e bem-feita é eterna:** Devido a constante informações geradas diariamente, o valor da avaliação é afetado especificamente sobre a empresa e o mercado. Alguns setores que em períodos cresciam fortemente e eram bastante valorizados, hoje em dia não refletem a taxa de crescimento do passado.
- iii) **Uma boa avaliação oferece uma estimativa precisa de valor:** Mesmo ao final de uma avaliação detalhada e minuciosa, haverá incertezas quanto a números finais, premissas alocadas e distorções quanto ao futuro da companhia. Não é realista esperar ou exigir certeza absoluta numa avaliação, já que as premissas são estimativas, e isso significa que os analistas têm que se permitir uma razoável margem de erro ao fazer as devidas recomendações.
- iv) **O mercado geralmente está errado:** O benchmarking para fins comparativos, na maioria das avaliações, continuam sendo o preço que o mercado pagará. Quando o valor avaliado for

significativamente diferente do que o mercado está precificando, na maioria das vezes, a avaliação está subvalorizada e o mercado está correto. Fazendo com que analista seja mais cauteloso e reavalie a avaliação.

- v) **O produto da avaliação (ou seja, o valor) é o que importa; o processo de avaliação não é importante:** O processo pode nos dizer bastante a respeito das determinantes de valor e ajudar a responder algumas perguntas fundamentais: O crescimento da perpetuidade reflete a realidade? Quais os efeitos da margem de lucro?

A avaliação deve desempenhar um papel central na análise de fusões e aquisições. O *advisor* (assessor financeiro) deverá estabelecer um intervalo de valor justo para empresa antes de apresentar uma proposta.

Existem outras variáveis a serem consideradas na avaliação de uma aquisição. Os efeitos da sinergia sobre o valor agregado das duas empresas, efeitos sobre as mudanças no management e a reestruturação da companhia terão que ser levados em consideração.

O problema na avaliação não é de que não haja modelos suficientes para avaliar um investimento, mas de que há modelos demais. Escolher o modelo correto é tão crítico para se chegar a um valor razoável quanto compreender como utilizar o modelo.

As escolhas metodológicas devem ser coerentes com a finalidade da avaliação e com as especificidades da empresa avaliada para que esta possa chegar a uma conclusão que reflita o seu valor real. Fonte: Avaliação de Investimentos – Aswath Damodaran

Os Tipos de Avaliação

- a) **Contábil / Patrimônio:** Considerando o método mais direto para se avaliar empresas, se baseia nas informações fornecidas pelo balanço. Porém esse modelo tem limitações, onde os valores dos ativos e passivos serem baseados em custos históricos e os dados do balanço não refletirem ativos intangíveis valiosos.
- b) **Valor de Liquidação:** Apenas para casos específicos, onde os ativos a serem liquidados tenham valor superior do que o valor presente dos rendimentos futuros.
- c) **Múltiplos / Avaliação Relativa:** Modelo mais simples e objetivo, no qual necessita de poucas informações, sejam elas: Vendas, Ebitda, Lucro. São chamados de instrumentos de convergência que pode ser análise por fundamentos, empresas comparáveis e regressões. Os índices mais comuns são: Preço / Lucro, Preço / Valor Contábil, Preço / Vendas.
- d) **Fluxo de Caixa Descontado:** A métrica de avaliação de empresas mundialmente a mais utilizada na precificação de empresas. Dependem de projeção de receitas, custos, despesas, investimentos, margens e da estimação do custo de capital.
- e) **EVA (*Economic Value Added*):** Conhecido com Valor Econômico Adicionado, é uma métrica de avaliação registrada da empresa de consultoria americana *Stern&Stewart*. Além de ser um indicador de desempenho, é uma ferramenta de gestão, utilizado para avaliar os resultados. Sua fórmula se baseia na diferença entre o custo de capital e o retorno do capital, multiplicado pelo capital investido.
- f) **Opções Reais:** Quando uma avaliação por múltiplos e Fluxo de Caixa Descontado não conseguem capturar o valor e a convergência entre as partes, a teoria da precificação de opções tem larga aplicabilidade. O patrimônio líquido avaliado como opção de compra e uma patente pode ser avaliada com uma opção de um produto.
- g) **Modelo de Desconto de Dividendos:** O modelo básico para avaliar o patrimônio líquido é o de desconto de dividendos, onde o valor da ação é o valor presente dos dividendos que se espera que ela gere. É considerado um

modelo conservador que cada vez descobre uma quantidade cada vez menor de empresas subvalorizadas à medida que os preços de mercado subam relativamente aos fundamentos (lucros, dividendos etc), embora tal fato também possa ser visto como um ponto forte.

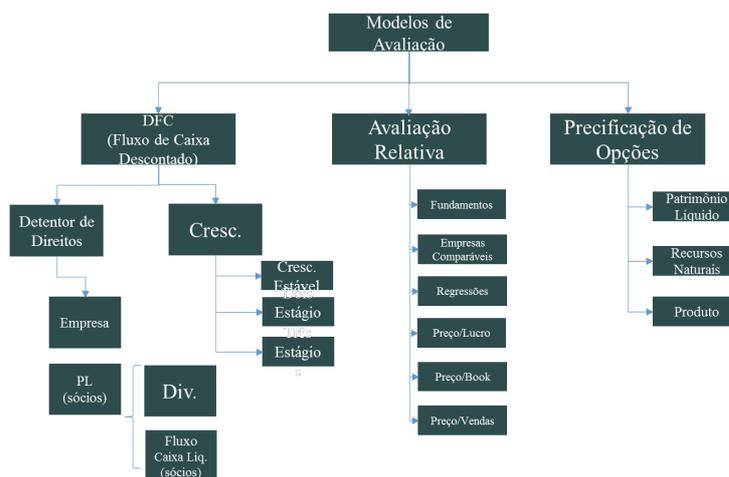


Figura 16: Resumo dos Modelos de Avaliação

Fonte: Avaliação de Investimentos – Aswath Damodaran

5 *Mergers & Acquisitions and Investment Banking*

Mergers & Acquisitions é uma das principais áreas dos bancos de investimento.

Os bancos de investimento atuam na:

- i) Intermediação
- ii) Negociação
- iii) Precificação
- iv) Assessoria
- v) Financiamento

No Brasil, M&A é ainda mais relevante do que outros produtos de *Investment Banking*

2012	Brasil	Global
ECM	USD 8bi	USD 0,7tri
M&A	USD60bi	USD2,5tri
DCM	USD80bi	USD3,7tri

Tabela 2: Dados em Valores dos Produtos de M&A

Fonte: Curso *Investment Banking*, Saint Paul

Os bancos de investimento possuem duas áreas de negócios, *Products Group* e *Industry Group*.

A divisão de *Products Group* trabalha especificamente em produtos e para vários tipos de indústria, são eles:

- 1) Fusões & Aquisições
- 2) Mercado de Capitais (IPO (Oferta Pública de Ações))
- 3) Mercado de Dívida (Emissões de Dívida no Mercado (Funding))
- 4) Reestruturação Financeira e Captação de Recursos.

Já a divisão de *Industry Group*, é focado especificamente no setor, porém poderá executar diversos tipos de produto;

- 1) Saúde
- 2) Óleo e Gás
- 3) Tecnologia & Media
- 4) Grupos Financeiros
- 5) Indústria Diversas
- 6) Imobiliário

Abaixo, seguem alguns tipos de transações e formato de estrutura da transação:

Acquisition	<ul style="list-style-type: none"> • When a company buys most, if not all, of the target's shares in order to assume control of the target firm • Acquisitions can be paid in cash, stock of a combination of both 	TIM acquisition of Atimus from AES Brasileira (2011)
Hostile Takeover	<ul style="list-style-type: none"> • When the target firm (Board of Directors or the senior management) does not agree to be acquired • The acquirer needs to actively purchase shares in the market in order to have a <u>majority stake (control)</u> 	Ventana (2011) EBX
Mergers	<ul style="list-style-type: none"> • The combination of two or more companies, generally by offering securities in the acquiring company to the shareholders of the target company in exchange for their shares 	Sadia & Perdígão (2009)
Joint Ventures[]	<ul style="list-style-type: none"> • When two or more companies agree to cooperate and dedicate resources to accomplish agreed-upon goals • JV activities are generally conducted through a separate JV entity 	Raízen (2011) Cosan & Shell

Figura 17: Resumo das Operações de M&A e Comentários

Fonte: Curso *Investment Banking*, Saint Paul

Split-Off	<ul style="list-style-type: none"> • A Subsidiary company is made independent of its parent company • Shareholders have to opt to hold ownership of the parent or the subsidiary company 	Viacom Split-off of Blockbuster (2004)
Spin-Off	<ul style="list-style-type: none"> • A Subsidiary company is made independent of its parent company • The parent and the subsidiary company have the same shareholders base 	Bayer spin-off of LANXESS (2005)
Carve-Out	<ul style="list-style-type: none"> • The sale through an IPO of a portion of the shares of a subsidiary to new public shareholders in exchange for cash 	McDonald's carve-out of Chipotle (2006)
Tracking Stock	<ul style="list-style-type: none"> • A separate class of parent company shares is distributed to existing shareholders 	Staples.com (1999)

Figura 18: Resumo das Operações de M&A e Comentários

Fonte: Curso *Investment Banking*, Saint Paul

6 O porquê da Contratação de um *Advisor*?

Muitos empresários encaram uma possível venda de uma empresa, toda, ou em parte com medos e preconceitos que nem sempre são justificados!

Para isso, destaco quatro perguntas essenciais que o *advisor* fará ao empresário, para que este, entenda o motivo que leva o empresário a pensar em vender sua companhia.

Primeiramente, qual a necessidade de seu negócio potencializar? Preciso de **Capital** para alavancar a empresa, é preciso **Gente** (Pessoas) qualificada, **Gestão** Interna (processo mais estruturados e profissionais), aperfeiçoar a Operação, ou

necessito de um Investidor que possua conhecimentos do setor que irá agregar valor ao business.

Em seguida, com a clareza de qual é a necessidade que a empresa precisa, a escolha do **perfil de investidor** é altamente decisiva. No mercado encontra-se dois tipos de investidor, financeiro, cujo objetivo é fornecer capital em troca de uma saída futura no negócio em condições mais vantajosas que a entrada, ou seja, comprará mais barato, mas com intuito de acelerar o crescimento da companhia, outro tipo de perfil, é o estratégico, no qual tem uma visão mais de longo prazo, atua no mesmo segmento ou complementar que agregará em sinergia, novos ativos e mercado.

Um outro fator preponderante, é o **timing ideal**, o momento certo de concluir uma transação. Variáveis como cenário político, econômico e social influenciam diretamente nas decisões de compradores e vendedores, bem com o cenário externo. Comparação de outras transações do mesmo segmento são fortemente decisivas na construção dos *deals*. Por exemplo, nos anos áureos do mercado de capitais 2007 a 2010, onde a bolsa de valores bateu recorde de emissões de empresas, os investidores estavam muito otimistas com o país e conseqüentemente, elevarão seus múltiplos a patamares nunca visto no mercado de M&A. Embora esses valores pagos nos anos passados, dificilmente voltarão, ainda há um mercado gigantesco de oportunidades de empresas e setores altamente promissores.

E por fim, a última pergunta a ser feita aos empresários, é o formato da **estrutura da transação**, seja ela *cash in* (dinheiro do investidor entra diretamente na companhia) ou *cash out* (dinheiro do investidor vai diretamente aos sócios), se desfazer totalmente da companhia ou uma venda parcial, mecanismos de formas pagamento, seja à vista ou *earn out* (define uma premissa de Ebitda e os pagamentos serão pagos mediante ao compromisso de realizar tal valor acordado), acordos de governança.

7 O Papel do *Advisor* em Processo de M&A na prática

Será que Alguém Alvo Baterá em sua Porta? Quais as Chances de Isso Ocorrer? E será o Melhor Alvo que irá Maximizar o Negócio?

Com base nessas perguntas, daremos início aos motivos que levam o empresário a buscar uma contratação de um assessor qualificado que irá prosseguir para uma transação bem-sucedida e com o máximo valor agregado ao cliente.

Enumero abaixo alguns insights que o *advisor* executará ao longo do mandato do cliente.

a) Maximizar e Valorizar o Negócio, Aumentando a Chance de

Sucesso da Transação: O objetivo maior do *advisor* é buscar uma venda que gere muito valor ao empresário, em termos financeiros, emocionais e riscos minimizados. É provocar as companhias, levando ideias de operações que nem sempre estão no radar deles, adicionando uma leitura mais ampla do mercado aos empresários, discutindo como o investidor vai receber aquela operação e analisar o impacto no capital da companhia.

b) Minimizar o Risco do Negócio e Aumento da Transparência:

Vamos supor que o investidor solicite uma lista de informações a respeito da companhia, para que possa realizar uma avaliação prévia. Como a companhia não possui um padrão e nem essa lista pronta e organizada nos padrões de qualidade, a impressão é que o investidor faça um *valuation* na mesma linha que recebeu as informações, desorganizadas e imprecisas. Quanto Maior o Risco, Menor Valor da Empresa e Menor Chance de Sucesso!

- c) Assegurar que as Informações estejam Disponíveis e Organizada:** O assessor visa a sugerir / implementar melhoras formas de apresentação das informações da companhia, sejam elas: *Teaser*, Memorando de Informação, *Financials* etc)
- d) Evitar a Exposição Desnecessária dos Sócios ao Longo da Negociação:** O processo de M&A é bastante complexo, desgastante com reuniões infinitas e uma infinidade de informações, solicitações, perguntas etc. Portanto quanto menor envolvimento do sócio em questões que possam ser acobertadas pelo *advisor*, melhor e mais eficaz, pois o dia a dia da companhia não pode parar e o sócio tem que estar à frente da companhia. Uma outra função do *advisor* é organizar o processo, encontrar candidatos e deixar a empresa livre para tocar o dia a dia. O Assessor é um anteparo nas negociações, evitando desgastes entre as partes que poderão ser sócias no futuro.
- e) Apresentar Diversas Formas de Avaliação (*Valuation*), e Indicar o Intervalo de Valor que mais Aproxima que o Mercado Precificará:** É comum o empresário achar que sua empresa vale muito mais que qualquer avaliação já feita, porém nem sempre ou nunca o investidor pagará um valor subvalorizado. Nesse ponto a entrada do assessor em reeducar o empresário nessa questão de preço é imprescindível, mostrar as diversas metodologias de avaliação, análise comparativas de *deals*, análise de múltiplos de companhias públicas, fazem com que o investidor

sinta seguro e realista para seguir na busca por um *target*. O que manda é a flexibilidade no preço, a precificação precisa alinhar o risco com o apetite pelo ativo.

- f) Investidor Enxergando Oportunidade de Crescimento e Grandes Sinergias, irá Pagar um Prêmio:** O trabalho do *advisor* é promover o máximo de valor no negócio, e mostrar aos interessados o alto potencial de mercado que a companhia é e terá.
- g) Coordenação das Etapas do Processo de Negociação:** O assessor elaborará um cronograma com as etapas e os detalhes e objetivos de cada fase: *Value Chain Mapping Acquisition, Target Identification, Development Robust Pipeline, Due Dilligence and Negociation*);
- h) Transação não é uma guerra e sim, um Alinhamento de Interesses e Objetivos.**

Porquê Vender uma Empresa? Quais os Motivos que Levam os Empresários a Vender o Negócio?



Abaixo, adiciono alguns comentários dos empresários que optaram por vender suas companhias: Carlos Wizard vendeu sua rede de idiomas para um grupo internacional, Flávio do grupo Wise Up, também do setor de idiomas, vendeu para a Abril Educação, a tradicional cachaça brasileira Ypióca, se desfez de seu negócio e passou o bastão a gigante do setor Diageo (proprietária da *Johnie Walker*)



“Decidimos Vender por Confiarmos que o Investimento será Mantido no Crescimento do Negócio, Focando em Eficácia e Resultados de Aprendizagem”



Venda: “Eu estava feliz, porque quando há interesse do Mercado em adquirir um Negócio é uma Vitória para o Empreendedor”

Back To the Game: Flávio Recomprou a Rede de Idiomas, pois a Abril Educação Não Acreditava que tinha Sinergia com o Foco Novo que eles estão dando para o Negócio, mais Voltado para o Ensino Médio e Fundamental

Ypióca



“Manter Viva a Marca e o Patrimônio Histórico foram as Condições, além do Cheque de R\$930mm (18x). A Terceira Proposta mostrou Segurança em Manter o Nome , Qualidade e a Capacidade Financeira da Diageo

8 Conclusão

Confiança e Credibilidade são palavras indispensáveis nos relacionamentos, sejam eles financeiro, romance e família.

Em uma pesquisa realizada entre 1993-2010, com mais de 3.281 operações de M&A, o resultado mostrou que 53% não utilizam a assessoria financeira. Um dos resultados mostrou que as aquisições feitas pelas companhias privadas em relação as públicas, mostrou grande assimetria de informações e concluiu à um *valuation* baixo. Com a assessoria de um *advisor* essas informações tende a reduzir as discrepâncias de informações, aumentando o prêmio da avaliação e assim sendo, criando valor aos acionistas.

Um outro dado que chama atenção é que as operações contam com 20% dos assessores financeiros, mas esses 20%, representam 80% do volume dos negócios.

Empiricamente o mercado imobiliário possuem um batalhão de corretores, consultores que fazem de tudo para ganhar a comissão ao final de uma venda que se aproxima de 6% do total. Há grandes semelhanças nessa analogia, pois o trabalho de ambos (Corretores Imobiliários e Assessores Financeiros), é o mesmo, Maximizar o Valor do Negócio.

Advisors possuem uma extensa rede de *database*, relacionamentos, informações de *target* que podem ser úteis para formar um processo competitivo de compradores e preparar a mesa de negociação com mais força.

Exemplo: O vendedor acredita que seu negócio vale R\$20 milhões, analisando profundamente as premissas e o potencial da companhia, o *advisor* avaliou a companhia em R\$30 milhões, sem considerar as sinergias pós transação. Com sua habilidade de “cavocar” dados e fatos, o *advisor* busca convencer e aumentar o *valuation*.

De acordo com Luiz Motta líder da área de M&A da KPMG, raramente o empreendedor sente-se confortável para mostrar as fragilidades de seu negócio, é difícil se manter isento quando sua empresa está sendo negociada, delegar esse processo a profissionais especializados de fora diminui as chances de o negócio cair por terra no primeiro desentendimento.

Uma negociação eficaz requer estratégia e habilidade para entender os interesses e objetivos de cada parte na negociação e desenvolver um rapport, e perceber quando ser firme e quando ceder em alguns pontos essenciais para o sucesso da operação.

9 Referências Bibliográficas

Boletim Anbima, 2015

Blogspot – Fusões e Aquisições: fusoesaquisicoes.blogspot

Time Warner – Relations Investor

Bradesco – Relações com Investidores

Rosenbaum, Pearl – *Investment Banking*

Anup Agrawal, Tommy Cooper, Qin Lian and Qiming Wang; Does Hiring M&A Advisers Matter for Private Sellers – Paper

Avaliação de Investimentos – Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo – Aswath Damodaran

Evgeny Plaksen; The Value of your *Advisor's* Advice: An M&A perspective

Fusão & Aquisição para uma Vantagem Competitiva – Melhores Práticas; *Acquisitions* (Consultoria Empresarial)

Pinheiro Neto Advogados