

## I. Fusões e Aquisições ( Mergers & Acquisitions)

### I.1- Introdução

A compra ou venda de um aempresa necessita um trabalho prévio de avaliação de empresas, o qual é um processo importante na vida das mesmas por várias razões:

- para compradores apurarem seu valor e fixarem preço
- para vendedores saberem quanto podem pedir
- para sócios que querem sair
- para sócios que querem entrar
- para disputas judiciais
- para encerramento de atividades
- para fusões com outras empresas
- para verificação periódica do andamento do negócio

### I.2- Técnicas de avaliação e itens relevantes

Existem diversas técnicas de avaliação de um empresa; dentre elas destacam-se:

**I.2.1-Técnicas patrimoniais:** são baseadas no Balanço; elas constituem o método clássico de avaliação ou método europeu; se o balanço é bem feito e assim é mantido, então:

- os ativos devem indicar os valores atualizados das aplicações existentes na empresa na data em que são feitos;
  - os passivos exigíveis devem refletir adequadamente o que a empresa deve para terceiros;
  - a diferença entre ativos e passivos exigíveis deve indicar o valor atual do patrimônio dos acionistas e portanto o valor unitário de uma ação ou cota da empresa.
- 
- Técnicas patrimoniais corrigidas: são baseadas no balanço com certas correções:
    - ativos líquidos e realizáveis à curto prazo são conferidos e eventualmente ajustados; caixa, bancos, estoques de produtos acabados (menos encalhes) checados por quantidades e por valores lançados, a mesma coisa com produtos em processo e matérias primas; contas a receber são checadas uma à uma ou por amostragem e a qualidade dos créditos verificada.
    - o realizável a longo prazo é igualmente apurado por critérios similares;
    - o ativo permanente é verificado do ponto de vista físico (se existe de fato) e verificado quanto ao saldo não depreciado e para os principais itens comparado com o valor de mercado, checando-se especialmente na ponta compradora, isto é, quanto o mercado efetivamente pagaria pela compra, por exemplo, de um prédio, de um terreno, de uma máquina mais importante. Muitas vezes essas informações não são conseguidas com facilidade ou não tem confiabilidade. Pode-se então recorrer a técnicas de cálculo de depreciação. Existem empresas especializadas nesses cálculos.

- o passivo sofre verificação similar; é preciso contudo, apurar se todos passivos estão lançados e seus valores contabilizados de fato correspondem aquilo que a empresa de fato deve. Cuidado especial com passivos fiscais, passivos trabalhistas, passivos de ações na justiça de todas as naturezas e outros não registrados ou registrados inadequadamente.
- A diferença entre os ativos corrigidos e os passivos refeitos dá o patrimônio líquido corrigido.

**I.2.2- Técnicas de geração de caixa:** são mais modernas e se denominam dinâmicas ou americanas. O conceito central é baseado no tempo em que o investimento de um comprador ou novo sócio retornará ao seu bolso. Se baseiam no chamado fluxo de caixa real da empresa e procuram apurar a chamada taxa interna do projeto e o prazo em que o investimento se amortiza, através do cálculo do valor presente de pagamentos ou recebimentos futuros. É área da Engenharia ou Matemática Financeira. O Brasil tem ótimos livros sobre o assunto.

**I.2.3- Efeitos da taxa de juro da economia:** O comprador ou novo sócio sempre irá olhar alternativas para seu prospecto de compra de uma empresa, de ações ou cotas, de uma participação em um novo negócio. Portanto, irá querer cotejar esse determinado montante que irá investir com o retorno que terá nessa e em outras opções. Essas outras alternativas irão ajudá-lo a fixar o custo dessa alternativa, o chamado “custo de oportunidade” ou “shadow price”, como chamam os americanos. Por isso, as taxas vigentes no mercado financeiro se constituem um importante balizamento para esse custo de oportunidade.

**I.2.4- História e tradição versus projeções para o futuro:** algumas empresas acreditam que podem fixar seu valor olhando as demonstrações financeiras e desempenhos passados. Sem dúvida, o passado é importante e tem seu valor. Mas é possível que o passado tenha sido brilhante mas que em seguida a empresa fracasse. Como também é possível que a empresa venha de um fracasso e ele seja seguido por sucesso. De qualquer modo, o passado já passou e hoje o que se faz é dirigir o presente com um plano para o futuro. O método europeu de avaliação de empresas é histórico e estático; o método americano do fluxo de caixa descontado é dinâmico e todo calcado em uma visão do futuro, claro que com certas bases históricas.

**I.2.5- Concorrência:** as empresas antigas, que iniciaram suas atividades no século XIX não tinham concorrência; tudo o que se produzisse se vendia porque os mercados eram virgens; os problemas centrais eram ou industriais ou financeiros. Henry Ford, nos idos de 1920 dizia em sua decantada linha de montagem: faço carros de qualquer cor desde que sejam pretos. Hoje se esse ainda fosse o princípio da Ford ela estaria falida. Porque todos os outros, americanos, europeus, asiáticos, etc. estariam fazendo aquilo que agradasse mais o mercado que no raiar do século XXI é o rei, é o centro das atenções. Por isso, quando se vende ou se compra uma empresa, é preciso um estudo cuidadoso da concorrência e dos mercados que se atinge ou que se quer atingir. Cuidado para não comprar gato por lebre, comprar empresas ultrapassadas. Quem as tem e quer vender, deve agir rápido antes que seu obsolescência fique patente. Sempre é possível modernizar e depois vender. Ou ficar com ela.

## **II. TÉCNICAS PARA VENDER A EMPRESA**

### **II.1- Introdução**

Não há uma determinada técnica correta para vender uma empresa; para cada caso específico poderá haver um método que dará melhor resultado, ou seja, levará mais rapidamente à venda da empresa com condições mais favoráveis para o vendedor. Esse melhor método - o que funciona em cada caso determinado - poderá ser até um simples contato pessoal do acionista vendedor com um amigo ou interessado. Ou mesmo obra de coincidência. Mas existem maneiras estruturadas de se fazer tal trabalho, de modo que as chances de sucesso sejam maiores.

### **II.2- Venda direta versus consultoria**

Uma primeira decisão importante a ser tomada é a seguinte: “estamos certos que queremos vender nossa empresa?”. Muitas vezes isso não está claro o suficiente. Poderá haver uma vontade “difusa” e não certa, recheada de dúvidas. Vamos supor que houve a decisão ( se ela não aconteceu, será preciso fazer uma pesquisas das razões da dúvida, até esclarecê-las). Se houve a decisão, que fazer em seguida?

Um segundo dilema é trabalhar a venda de um modo interno (isto é, o próprio dono ou acionista ir a campo) ou, pelo contrário, contratar um especialista. Essa questão é muito importante, porque, se a empresa não está paralisada, se está atuante, um passo errado poderá ser fatal. Cada uma das duas hipóteses tem vantagens e desvantagens.

- Vantagens da venda direta: o acionista terá mais controle sobre o processo, pois ele estará em suas mãos. Poderá cuidar do sigilo com mais cuidado, envolvendo menos pessoas. Se for bem sucedido, economizará dinheiro.
- Desvantagens da venda direta: possui chances baixas de sucesso porque o acionista não é especialista na matéria; toma tempo do acionista, muitas vezes ocupado em gerenciar a empresa; pode vazar internamente; poderá sair muito mais caro o processo devido erros; poderá não ter sucesso.
- Vantagens da consultoria: oferece melhores chances de sucesso; evita o vazamento interno; se bem feita, poderá ser mais rápida; poderá indicar outros caminhos além da venda.
- Desvantagens da consultoria: se for mal escolhida poderá ser prejudicial ao processo; poderá ser mais cara ou vista como tal; a comissão no sucesso pode parecer coisa de corretor de imóveis.

### **II.3- Métodos de divulgação**

Os métodos de divulgação da venda potencial variam muito de país para país. No Brasil existem duas correntes, a da divulgação em massa e a da busca seletiva:

- Divulgação em massa: pode-se usar anúncios ou textos disseminados através de jornais, revistas especializadas, boletins de embaixadas e consulados ou cartas circulares, feitas através de mala direta. Nesse último caso, é preciso obter o cadastro de uma determinada

categoria de empresas ou de profissionais, em geral por via eletrônica ou por um banco de dados computerizado. O texto a ser divulgado em geral omite o nome da empresa mas dá as características do negócio, tais como nível do faturamento, tipo do negócio e dos produtos, e as vezes, valor aproximado do negócio. As vantagens da divulgação em massa dizem respeito a grande quantidade de prospectos que são atingidos. São enviadas as vezes mais de 10.000 cartas. As desvantagens se referem principalmente a devassar a empresa (dificilmente se evita vazamentos) e aos custos.

- Divulgação fechada: trata-se de um processo de seleção entre as empresas ou pessoas que possuem as características que um comprador potencial deve ter. Empresa similares são interessadas em comprar concorrentes. As desvantagens desse processo são a sua baixa exposição, a segmentação da busca, que elimina outras áreas que poderiam ter interesse e o tempo maior que toma; as vantagens são um menor risco de exposição e os custos menores. Contatos pessoais são uma variante da divulgação fechada.
- Compradores externos são um caso particular para o qual existem técnicas especiais de divulgação. Alguns exemplos são publicações especializadas estrangeiras; as embaixadas brasileiras no exterior; mala direta em determinados países alvos, em geral por cartas em inglês.

#### **II.4- Métodos de exibição**

Os métodos de exibição se referem às diferentes maneiras de apresentar a empresa aos interessados. Pode haver um simples folheto explicativo até maneiras muito elaboradas. Por exemplo:

- perfil ou “book”: é um método de presença internacional. A empresa ou um consultoria especializada elaboram um perfil do negócio que está sendo vendido, com todas suas especificações técnicas , econômicas, financeiras e mercadológicas, inclusive com uma análise do mercado e da concorrência. Peça fundamental do “book”é o fluxo de caixa projetado, de modo que possa se apresentar (ou permita que se calcule) a taxa interna de retorno de um investimento. É contudo importante ressaltar que as projeções são só um ensaio e não uma garantia de desempenho. Por isso, é importante que sejam feitas por profissionais independentes. Do “book” poderá constar, se for o caso, a avaliação patrimonial da empresa ou do negócio que está sendo oferecido.
- vídeo: em certos casos, um vídeo pode ser feito e sempre ajuda na venda. Sua elaboração, contudo, deve ser feita de modo profissional, para atingir padrões de excelência. De qualquer modo, ilustrações, tais como gráficos, fotos, sempre são úteis desde que a qualidade não seja prejudicada.

#### **II.5- Fases de aproximação**

As fases de aproximação entre os interessados e a empresa devem ser planejadas para que erros graves não aconteçam. Esses erros podem chegar a desnudar a empresa, que eventualmente poderá estar em todo seu dinamismo de produção e venda e ser prejudicada pelos boatos de que está à venda. Esses boatos podem chegar ao mercado e à concorrência, que não perdoará o fato e, pelo contrário, dele se valerá para ampliar seu mercado.

- primeiro contato: um primeiro contato com interessados potenciais deve sempre ser precedido de cautela e possuir barreiras que preservem a identidade da empresa que está sendo oferecida. Um escritório independente de consultoria oferece essa possibilidade
- riscos envolvidos: os aventureiros e inescrupulosos, eventuais intermediários, empresários desonestos, etc. estão sempre em busca de incautos, vítimas potenciais de golpes para ganhos fáceis. Mas o grande risco é mesmo a concorrência, que pode preferir desmoralizar a empresa à venda por boatos espalhados entre os clientes: “eles estão quebrados”; “a empresa está à venda, estão falidos” e assim por diante. Não raras vezes, essa prática de desmoralizar o adversário, além de derrubar sua moral e portanto o preço da empresas à venda, verve para reduzir o investimento da concorrente, que pretende fazer uma compra de “galinha morta”.
- Capacidade financeira: a presença de aventureiros exige uma verificação cuidadosa de sua capacidade de investir para se separar interessados efetivos e com possibilidade de simples aproveitadores.
- verificação da intenção: a intenção real pode ser apurada por entrevista bem dirigida; existem escritórios e mesmo advogados em busca de empresa que sejam “presas fáceis”, se apresentando com todo charme e com uma conversa envolvente. O querem, muitas vezes, é conseguir do dono ou acionista majoritário da empresa poderes formais para negociar seu passivo, vendendo o que não tem utilidade, ficando com a parte boa da empresa e dando alguma ativo (por exemplo um terreno ou um edifício) para o acionista controlador e ficando com a parte boa da empresa a custo zero.
- verificação da idoneidade: as vezes o pretendente se aproxima com pose e charme mas a verificação posterior de ficha bancária através do CADIN (Cadastro de devedores inadimplentes do Governo) ou do CERASA (Central de cadastro de devedores) revela ações na justiça, protestos, pedidos de falência e assim por diante.
- Documento de sigilo: quando essas fases de apuração da intenção efetiva, da capacidade financeira e da idoneidade são ultrapassadas, chega a hora de se elaborar um documento jurídico que proteja a empresa sendo oferecida. No Brasil a utilidade deve papel é pequena, por causa da qualidade e morosidade de nossa justiça, mas mesmo assim deve ser feito.
- preço pedido: a essa altura o preço da empresa deve ser colocado, devendo se distinguir entre “preço pedido”, “preço ofertado” e “preço efetivo” do negócio. Bem como se deve dar uma idéia das condições desejadas além do preço, tais como condições de pagamento, balanço de referência para o negócio, etc.

#### **II.4- A negociação**

Passadas as etapas anteriores, chega-se agora na fase mais crucial, a da negociação, fase que, se for bem cumprida, levará ao sucesso da operação. Essa etapa exige muito bom senso, flexibilidade e habilidade tática, isto é, uma constante avaliação da situação atual e das alternativas para prosseguir a negociação. Essas coisas só vem com a experiência e com a bagagem cultural anterior. Vejamos alguns tópicos mais importantes:

- Estruturação jurídica: essa é uma parte vital da negociação> Um contrato bem feito evita dores de cabeça futuras. Um advogado de confiança do vendedor deve acompanhá-lo em

todas fases críticas da negociação, dando elementos e suportes legais para a operação. Mas, atenção: o advogado não é o negociador ou o proprietário e, não ser que possua delegações específicas para representá-los, não deve assumir esses papéis.

- Uma empresa que quer ser vendida em certo momento terá que exibir uma série de certidões negativas, inclusive de seus controladores. A lista é grande e inclui todos os tributos federais, estaduais e municipais, principalmente. Mas engloba também uma busca de ações contra a empresa e seus sócios em todas as alçadas da justiça. Inclusive nas varas familiares. Um dos sócios poderá estar se desquitando e isso é uma complicação que não interessa ao comprador.
- Auditoria final: o vendedor, na etapa final, deve estar preparado para que o comprador peça uma auditoria, as vezes completa, inclusive com identificação e contagem de caixa, de estoques de matérias primas, produtos em processo e produtos acabados, equipamentos, imóveis (incluindo suas certidões de regularidade), outros itens do ativo permanente, auditoria das contas a pagar e de outros passivos, situação da escrita contábil e fiscal, etc. Isso devassa a empresa, inclusive perante seus funcionários, criando um clima de insegurança. A alternativa é fazer isso com regularidade, como se fosse algo rotineiro e interno e ter a casa em ordem, já com tudo auditado por empresa de auditoria de primeira linha.
- ativos líquidos: esse é um ponto usual de controvérsia; diz o dono, por exemplo, “o preço é esse de porteira fechada mas a caixa é minha”; diz o comprador, “tudo bem, mas desconto do preço o valor de caixa”. No fundo, tudo é negociável. Depois da caixa vem os estoques de produtos acabados, que são de fácil realização e assim por diante.

### **III. TÉCNICAS PARA COMPRAR EMPRESAS**

Alguém, pessoa física ou pessoa jurídica, brasileira ou estrangeira, pode estar na outra ponta, querendo comprar uma empresa. Especialmente, na época em que vivemos, de globalização, abertura econômica do Brasil e estabilidade da moeda, os negócios de “Mergers & Acquisitions” nunca prosperaram tanto. Estão chegando asiáticos, europeus, americanos, latinos, em busca do potencial do mercado brasileiro, da América Latina e do grande vizinho do norte. Quando alguém chega para comprar, associar ou participar de um negócio existente, já tem uma boa idéia do que deseja e de como vai abordar a questão. Mesmo assim, precisa de ajuda, porque nosso país é complexo e cheio de particularidades legais, de costumes, de vícios.

#### **III.1- Critérios de busca**

Quem quer comprar uma empresa já sabe o que quer mas precisa achá-la. Mais uma vez, pode recorrer a consultorias especializadas, as quais possuem muitas maneiras de achar o que o cliente deseja. Ela pode recorrer a :

- revistas especializadas no ramo em que se deseja entrar;
- entidades de classe que representam os segmentos que podem conter a empresa desejada;
- embaixadas e consulados
- anúncios fechados em jornais ou revistas, etc.

Achada a empresa, será preciso pesquisar o setor, seus pontos fortes e fracos face a outros setores da economia, examinando-se detidamente a concorrência mais próxima através de uma análise de

referência (em inglês, “bench mark”). em especial, como as multinacionais fortes estão atuando no setor e quais seus planos, se puder obter essa informação. Uma pesquisa em jornais dos últimos dois ou três anos sempre revela informações preciosas.

### **III.2- Técnicas de avaliação da empresa alvo**

As técnicas de avaliação da empresa que se quer adquirir, uma vez achada, são muito similares às que o vendedor utiliza; as diferenças estão nas ênfases do comprador versus as do vendedor. São análises similares nas feitas de óticas diferentes, exatamente opostas. O comprador quer preços menores, o vendedor maiores. As vezes o comprador tem intenções que não revela, porque se o fizesse, o preço subiria:

- mercado internos versus externos: o comprador pode estar querendo uma fatia adicional do mercado interno que para ele poderá ser preciosa, para, por exemplo fixar seus preços como oligopolista; ou então, estar de olho na possibilidade de exportar produtos competitivos para o exterior, onde conhece bem os mercados.
- Tecnologia: as vezes a aquisição pode estar sendo feita com objetivo de adquirir uma tecnologia que a empresa ainda não possuía mas que para ela tem importância, e que a empresa vendedora possui.
- Concorrência: não raras vezes a empresa é comprada para ser fechada, ou seja, se deseja em verdade eliminar parte da concorrência.
- Globalização: com esse fenômeno, cada vez mais as multinacionais estão pensando em mercados globais e nos pontos fortes e fracos de cada um deles, procurando otimizar seus lucros.

### **III.2- Condições de negociação**

Os princípios gerais de negociação são similares, quase os mesmos que existem para os vendedores. Provavelmente os compradores se farão acompanhar de advogados, que fará os vendedores a exigirem a presença de seus próprios advogados, por uma questão de simetria de forças. Muitas vezes existem condições adicionais ou colaterais que o comprador quer colocar:

- preço: poderá estar sujeito a certas condições, por exemplo ligadas às fases da auditoria, ou a comprovação de certos eventos, como por exemplo a apresentação de certidões.
- condições de pagamento: igualmente poderão existir eventos que condicionem certos pagamentos; haver-se-á de decidir a ocorrência ou não de juros, ou de critérios de correção do preço e de restrições legais.
- impostos: é outro item importante que entra nas negociações. Os acionistas que vendem poderão ter um imposto de renda alto a pagar.
- pagamento no exterior: é uma prática usual entre as empresa multinacionais, especialmente em paraísos fiscais, com o objetivo de se evitar impostos ou bitributação dentro, claro, da lei.

### **III.3- Acompanhamento jurídico**

O acompanhamento jurídico, já enfatizado, deve acompanhar também as questões de tributação. Se o caso é grande, é melhor ter um especialista advogado tributário na equipe jurídica. Existem ainda casos especiais e certos detalhes legais- técnicos importantes:

- Em negociações internacionais a questão legal passa ficar da maior relevância; não se pode fazer uma negociação no exterior sem um escritório de advocacia do país e da cidade na qual o negócio irá se concretizar. Se o empresário brasileiro não fala a língua do outro país, serve o inglês, se for bom. Sempre é desejável levar seu advogado brasileiro, desde que ele tenha domínio da língua estrangeira e desde que tenha experiência de negociações internacionais. Ele fará a interface com o advogado estrangeiro.
- a escolha do foro: em negócios grandes e em especial no exterior, esse ponto é fundamental. Deve-se evitar foros estaduais e determinados estados ou cidades. Por exemplo, alguns opinam que dever-se-ia, ao invés de escolher New Orleans nos Estados Unidos como local para uma eventual disputa, optar por uma corte federal em Nova Iorque ou, melhor ainda, escolher uma corte arbitral em Londres.
- congelamento do negócio: muitas vezes as negociações são prolongadas em demasia, desprotegendo uma das partes, normalmente a mais fraca. Isso exige um “freezing” ou a definição última do negócio e das suas condições.

#### **IV. SECURITIZAÇÃO E “FUNDINGS” EXTERNO**

No Brasil, esse tema é muito novo e praticamente desconhecido. Existe grande interesse, contudo e a explicação está nos altíssimos juros praticados no Brasil, provavelmente um dos mais altos do mundo.

##### **IV.1- Conceito de “securities”**

Em inglês, “security” é um título ou obrigação assumida formalmente por uma empresa ou pessoa. São valores mobiliários, que podem ser ações (“stocks”), títulos de renda fixa (“bonds”) ou hipotecas (“mortgages”). As Letras do Tesouro Nacional do Brasil (“LTN’s”) ou dos Estados Unidos (“Treasury Bills”) são exemplos.

##### **IV.2- Conceitos de recebíveis**

Recebíveis ou “receivables” são títulos de crédito por vendas ou serviços prestados por pessoas ou por empresas. Por exemplo, duplicatas a receber, pagamentos efetuados por cartões de crédito a receber, prestações a receber de imóveis, automóveis, etc. Os recebíveis podem ser vencidos ou a vencer. Podem se referir a compra de entes físicos já existentes ou a serem feitos ainda. Por exemplo, prestações devidas de um apartamento; ele pode estar pronto e entregue (recebível performado) ou de um imóvel em construção (recebível de ativo não performado).

##### **IV.3- Conceito de “asset-backed-securitization”**

Em uma tradução literal, ativos atrás de títulos; ou seja, títulos garantidos por ativos reais. Lança-se um título que seja garantido por recebíveis, os quais possuem, por trás de si, ativos tangíveis.

#### **IV.4- História da securitização**

As operações de securitização surgiram nos Estados Unidos há cerca de vinte anos atrás (idos dos anos setenta) como uma resposta às necessidades de capital de giro e em observação ao grande estoque de recebíveis parados nas mãos das empresas. Hoje o volume é gigantesco, são mais de US\$ 200 bilhões por ano de novas operações e um estoque atual superior a US\$ 3 trilhões. Na Europa, começaram a cerca de sete anos e no Japão apenas recentemente.

#### **IV.5- Exemplos brasileiros**

Uma das primeiras operações estruturadas no Brasil foi a dos recebíveis do cartão de crédito do Mesbla Trust, aparentemente a única parte que escapou da concordata. Seguiram-se diversas outras operações, a maioria ainda em montagem.