

**José Fernando da Costa Boucinhas**

Professor Assistente  
Doutor do Departamento  
de Administração  
da FEA/USP

# A ABSORÇÃO COMO ESTRATEGIA DE CRESCIMENTO DA EMPRESA

---

## INTRODUÇÃO

---

As fusões e incorporações (1) de empresas constituem um dos tipos mais complexos de operação empresarial. Elas podem redundar num rápido surgimento de lucros ou num sorvedouro de recursos. Esta característica não deve causar surpresa, pois, de um modo geral, a tomada de decisão na empresa envolve risco, e a decisão de comprar uma empresa é particularmente arriscada quando não planejada e

executada adequadamente. É exatamente por esta razão que o aproveitamento dos estímulos fiscais concedidos pela legislação brasileira às fusões e incorporações de empresas não deve ser o objetivo determinante de operações deste tipo; pois, não há incentivo fiscal que transforme um mau negócio num bom negócio.

O trabalho apresentado a seguir visa propiciar um quadro de referência dentro do qual uma empresa possa formular um programa de incorporações que redunde na consecução dos objetivos que lhe são

- 
- (1) Os termos fusão e incorporação têm o seguinte significado: uma fusão é a combinação de duas ou mais sociedades, dando origem à formação de uma sociedade nova. Uma incorporação ou absorção é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações.

subjacentes. Ao contrário do que ocorre em relação a outros processos empresariais, no caso das fusões e incorporações não existem mecanismos de controle sistemático ou padrões de avaliação que garantam o caráter ótimo de decisões diferentes. Tais controles e padrões devem ser formulados à medida em que cada operação se concretiza.

22 Quanto mais cuidadosamente uma empresa formular os padrões e critérios a serem aplicados, menor será o risco de uma operação insatisfatória. Por outro lado, na medida em que a definição acurada de padrões e critérios reduz o risco, ela também diminui a possibilidade de concretização de uma incorporação.

A definição dos controles e padrões necessários em cada estágio do processo de absorção corresponde ao desenvolvimento de um plano "sob medida", ajustado às características e aos recursos peculiares à empresa.

---

## PROCESSO DE PLANEJAMENTO E ESTRATÉGIA DE ABSORÇÃO

---

Antes de adotar qualquer medida no sentido de participar de uma

incorporação, a empresa, seja ela compradora ou vendedora, precisa formular um plano estratégico. A formulação deste tipo de plano envolve as seguintes etapas:

**a) Auditoria de Posição:** Esta etapa consiste, de um lado, na análise do ambiente externo à empresa, visando a identificar oportunidades e ameaças e, de outro lado, na análise da empresa com a finalidade de determinar suas competências e vulnerabilidades. A realização da auditoria de posição é fundamental para a construção de uma base sólida para o plano estratégico, principalmente porque possibilita à empresa responder à pergunta: **Qual o nosso negócio?**

Muitas empresas ainda não responderam a esta pergunta, que é aparentemente simples. Como inúmeras empresas não vendem sua produção a consumidores finais, a influência da procura final sobre elas não é direta e, desta forma, uma investigação cuidadosa pode ser necessária para responder a perguntas tais como:

- Onde estão nossos mercados?
- Qual o potencial de crescimento desses mercados?

- Qual a sua lucratividade presente e em potencial?
- Quais são nossos competidores?
- Qual a nossa participação no mercado?
- Com que eficiência são utilizados os recursos por nós aplicados em vendas e a distribuição física?

Um bom entendimento do ramo de atuação da empresa permite não só a clara definição de objetivos, como também a fixação de critérios explícitos de avaliação de candidatos a absorção. Por outro lado, a definição do negócio da empresa pode levar a uma decisão de eliminar certas atividades ou mesmo de retirada do negócio, decisão essa que pode ser executada pela venda de segmentos ou da empresa como um todo.

**b) Definição de Objetivos.** Os objetivos da empresa devem ser estabelecidos com o intuito de eliminar as ameaças identificadas no meio externo e as vulnerabilidades internas de aproveitar as oportunidades identificadas no meio externo, e de utilizar, ao máximo, a potencialidade da empresa. Os objetivos de lucro, crescimento e produtividade

devem ser explicitados, sempre que possível, em bases quantitativas.

**c) Identificação e Avaliação de Estratégias.** Desenvolver e escolher as estratégias a serem seguidas para a consecução dos objetivos almejados. As incorporações constituem apenas uma dentre diversas alternativas disponíveis à empresa que busca a diversificação de atividades. Como analisar a opção entre crescimento externo e crescimento interno? O primeiro fator a ser considerado na avaliação de um programa de incorporações é a sua adequação ao programa global de investimentos da empresa. O problema consiste em analisar qual a alternativa mais aconselhável – crescimento interno ou aquisição – em termos de retorno sobre o investimento ao nível de risco que a empresa deseja assumir.

Apesar desta questão ser crucial quando se trata de decisões específicas, ela não é menos crítica quando analisada no contexto global da política de investimentos da empresa, isto porque os recursos utilizados numa absorção, independentemente de sua origem, deixam de estar disponíveis para utilizações de alternativas.

Antes de alocar recursos a um programa de fusões e incorporações, a administração da empresa precisa avaliar o retorno possível sobre o investimento, associado a cada uma das seguintes possibilidades:

### **Expansão nos mercados atuais com os produtos existentes**

Muitas empresas reservam grande volume de recursos para fusões e aquisições ignorando, muitas vezes, que a aplicação de somas equivalentes ao desenvolvimento dos produtos e/ou mercados existentes pode oferecer possibilidades ainda mais rentáveis.

### **Desenvolvimento de novos produtos**

Empresas com uma participação estável no mercado, no que tange a seus atuais produtos, podem encontrar boas perspectivas de crescimento através do investimento em novos produtos ou da adaptação de produtos antigos. Os custos de "start up" de programas deste tipo podem ser insignificantes em relação aos custos de aquisição de outras companhias; enquanto isso, a taxa de retorno no longo prazo

pode ser mais favorável do que o retorno esperado de uma aquisição.

### **Desenvolvimento de uma nova atividade.**

A aquisição de uma empresa rentável pode requerer o pagamento de um ágio tão substancial a ponto de fazer com que o retorno sobre o investimento seja bastante inferior ao que poderia ser obtido iniciando-se um novo negócio. Parte do ágio pago pode ser considerado como um seguro contra o risco envolvido em qualquer negócio novo, ou então como o custo de se obter imediatamente uma participação no mercado.

d) **Implantação.** A implantação de um plano implica na obtenção, organização e alocação dos recursos humanos e materiais necessários à execução da estratégia escolhida. Para ser bem sucedido, o planejamento estratégico não precisa ser totalmente formalizado. Sua realização não assegura o sucesso de uma estratégia de expansão por absorção, mas contribui para reduzir a possibilidade de insucessos, como se poderá perceber no que é exposto a seguir.

---

## O PLANEJAMENTO DA OPERAÇÃO DE ABSORÇÃO POR PARTE DO COMPRADOR

---

Após a definição dos objetivos da empresa e a escolha da estratégia de crescimento externo como o meio mais eficaz de alcançá-los, cabe à empresa tomar medidas efetivas para sua implantação. Muitas das etapas envolvidas no processo de incorporação constituem um detalhamento de fases do próprio processo de planejamento.

### 1) Formulação de Objetivos Específicos de Crescimento Externo.

É necessária a definição de objetivos e estratégias (2) específicas. Como exemplos de objetivos podem ser citados: a redução do efeito de variações sazonais, o aumento da rentabilidade, o fortale-

cimento da capacidade administrativa, a garantia de suprimento de matérias-primas. A Figura 1 retrata as estratégias básicas que a empresa pode adotar no sentido da consecução de seus objetivos. É claro que a partir da escolha da estratégia básica a empresa deve definir suas estratégias funcionais, quais sejam as de natureza mercadológica, financeira, de produção, de recursos humanos, etc.

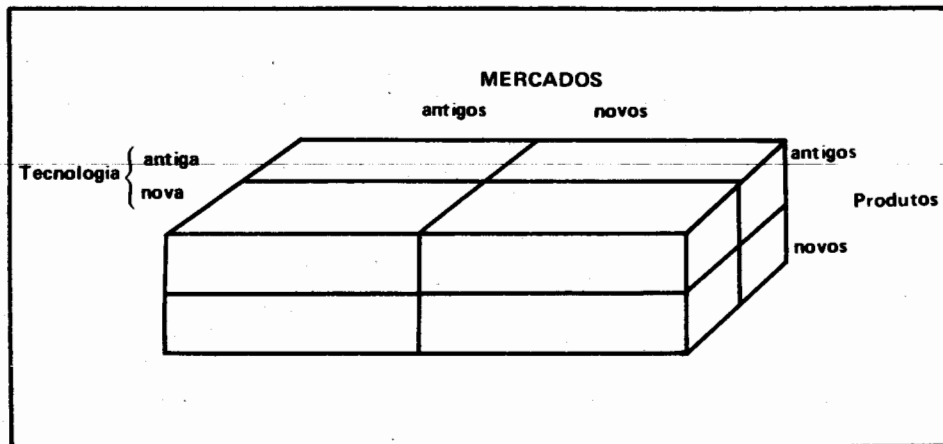
25

Esteja a empresa visando a ampliar sua cobertura de mercado, proteger sua posição, ou eliminar uma deficiência, a definição dos objetivos possibilita tanto focalizar melhor o processo de busca quanto medir os custos a serem incorridos na consecução do objetivo. Setores de atividades e áreas geográficas específicas consubstanciam metas gerais, e as necessidades previamente definidas tornam-se meios de busca e de avaliação de candidatos potenciais para fusão ou incorporação.

---

(2) Neste trabalho, a palavra **objetivo** tem o sentido de um estado futuro desejado, e o termo **estratégia** é usado para representar cursos alternativos de ação possíveis de serem adotados no sentido da consecução de objetivos pré-fixados.

Figura 1 – Estratégias Básicas – Trinômio “Produto-Mercado-Tecnologia”



26

A empresa não precisa, obrigatoriamente, se restringir a um único objetivo. Pelo contrário, a definição de múltiplos objetivos pode ser interessante, desde que se atribua a cada um deles o seu grau de prioridade e se determine a sua respectiva utilidade. A Figura 2 resume alguns aspectos que podem levar à identificação da necessidade de crescimento, interno ou externo. Mesmo quando a empresa dispõe de um volume substancial de capital ocioso, é preferível analisar cuidadosamente as características operacionais existentes, para se poder verificar a melhor maneira de se beneficiar de uma aquisição.

## 2) Estabelecimento de uma estratégia de busca.

A estratégia de busca é uma decorrência natural dos objetivos definidos. O objetivo ou o conjunto de objetivos, previamente definidos, normalmente estreitam o campo de busca a empresas com características de localização geográfica, de linha de produtos, ou capacidade gerencial relativamente específica. A estratégia definitiva de busca é determinada através da especificação dos requisitos que os candidatos à absorção devem preencher. Em alguns casos, esta estratégia consistirá no exame de um setor

**Figura 2 – Aspectos a Serem Considerados na Definição dos Objetivos de um Programa de Absorções**

<p><b>PRODUÇÃO</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Expansão de instalações</li> <li>● Aquisição de instalações modernas</li> <li>● Aquisição de pessoal qualificado</li> </ul>	<p><b>MARKETING</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Aumentar participação no mercado</li> <li>● Expansão da cobertura de mercado</li> <li>● Atingir novos mercados</li> <li>● Obter novos consumidores</li> <li>● Desenvolver novas políticas promocionais</li> </ul>
<p><b>PESSOAL</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Aquisição de especialistas: <ul style="list-style-type: none"> <li>Marketing</li> <li>Produção</li> <li>Finanças</li> <li>Processamento de Dados</li> <li>Pesquisa e Desenvolvimento</li> </ul> </li> <li>● Compensação de deficiência gerencial</li> </ul>	<p><b>PRODUTO</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Adquirir um produto existente (imagem, identificação, etc)</li> <li>● Adquirir um novo produto ainda não consolidado</li> <li>● Complementar linha de produtos</li> <li>● Diversificar linha de produtos</li> <li>● Reduzir efeitos de variações estacionais</li> </ul>
<p><b>DISTRIBUIÇÃO</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Melhorar a distribuição</li> <li>● Utilizar novos meios de distribuição: <ul style="list-style-type: none"> <li>Atacado</li> <li>Varejo</li> <li>Instalações</li> <li>Grupos de vendedores</li> </ul> </li> </ul>	

particular de atividade. Em outras situações, os requisitos a serem preenchidos são flexíveis, de modo a tornar o processo de busca bastante aberto.

### 3) Organização para a absorção

Independentemente da maneira pela qual a operação seja estruturada, o executivo de mais alto nível da empresa compradora deve participar do processo de forma intensa. Ele precisa aprovar os objetivos do programa e proporcionar os recursos para sua execução. As principais decisões precisam ser tomadas pessoalmente por ele.

Se a empresa dispuser de um órgão ou grupo encarregado do planejamento estratégico, a este grupo deverá competir a definição e o controle da execução do programa de absorções. Se tal setor ou grupo não existir, deverá ser criado um grupo de trabalho com este objetivo. Caso o grupo seja constituído na fase de definição de objetivos, sua composição poderá ser alterada à medida em que o processo se desenvolver, de forma a enfatizar as áreas funcionais melhor habilitadas

para fornecer, analisar e julgar informações. Isto significa que o responsável pelo programa precisa não somente dispor de prestígio e status na empresa, mas também confiar seus pares e subordinados.

---

### PLANEJAMENTO DA TRANSAÇÃO PELO VENDEDOR

---

É difícil encontrar, na literatura técnica referente ao assunto, trabalhos abordando a estratégia dos vendedores. Na realidade, o sucesso na venda de uma empresa depende, ao menos em parte, de uma cuidadosa definição de objetivos e de um planejamento preciso.

Um vendedor em potencial é um proprietário de capital que decidiu que a melhor maneira de preservá-lo e ampliá-lo é através da transferência de seu valor para outro "meio": dinheiro, ações, imóveis, outro tipo de atividade, etc. Para uma efetiva implantação da decisão de venda ele precisa definir seus objetivos o mais explicitamente possível, a fim de escolher a estra-

tégia de venda mais eficaz. Num número bastante grande de casos, os vendedores em potencial não conseguem definir os seus objetivos de modo a identificar todas as alternativas, e desta forma assegurar resultados ótimos.

A análise do vendedor deve levar em consideração três aspectos - capital, rendimento e controle administrativo. A combinação destes fatores e sua importância relativa exercem influência predominante sobre o tipo de transação desejável, o preço, a forma de pagamento, etc. Por exemplo, um vendedor que visa primordialmente à preservação de seu capital, ou seja, um "conservador", escolherá uma estratégia de venda totalmente diferente daquela que seria preferida por um vendedor que visasse ao crescimento acelerado de seu patrimônio. Um "conservador" preferirá liquidez e uma participação limitada na administração do capital. Um vendedor "agressivo" desejará apenas a liquidez necessária ao crescimento do patrimônio, além de uma participação na sua administração que lhe garanta a otimização dos resultados obtidos no investimento.

Com patrimônios idênticos a negociar, os dois reagiriam de modo totalmente diverso à mesma oferta de compra. Uma oferta "em dinheiro" atenderia totalmente aos objetivos do conservador, e deixaria o vendedor agressivo insatisfeito, uma vez que ele teria de buscar um novo investimento que lhe propiciasse a taxa desejada de retorno. Mesmo uma oferta que atenda aos objetivos de crescimento e segurança de ambos os tipos de vendedores teria respostas diferentes se envolvesse participação administrativa incompatível com o objetivo do vendedor. A extensão e a forma de participação na administração é importante fator de determinação, tanto das condições de venda, quanto do próprio preço. Em muitos casos, a permanência ou a retirada dos antigos proprietários é fator de crucial importância na determinação do valor de uma empresa.

### 1) Determinação dos objetivos do vendedor

Os objetivos de um vendedor não são exclusivamente conservadores ou agressivos, mas uma combinação dos dois tipos. Mesmo o proprietário de uma empresa que procura

se aposentar deseja auferir um retorno suficiente sobre o capital para assegurar sua integridade. Por outro lado, por mais agressivo que seja, o vendedor deseja um mínimo de segurança. Contudo, qualquer que seja o "tipo" de vendedor, é importante que ele defina seus objetivos nos seguintes termos:

- o "preço" de venda desejado;
- a taxa requerida de retorno sobre o capital, após a transação;
- o grau de risco aceitável;
- o nível e a intensidade de participação administrativa.

A expressão dos objetivos do vendedor, em termos de critérios como esses, propicia uma excelente base para avaliar propostas diferentes através da consideração, não somente do valor corrente dos pagamentos, como também do valor atual de rendimentos futuros.

Até o momento procurou-se demonstrar que a empresa só deve tomar decisões de absorção a partir de uma cuidadosa análise estratégica. Foram também analisadas as questões do planejamento

da operação tanto por parte do comprador quanto por parte do vendedor. Daqui por diante se analisam os aspectos financeiros da operação, mormente os relativos à avaliação de empresas, a questão da fixação do preço de transação e os efeitos desta última sobre os lucros e o valor de mercado da empresa compradora.

---

## AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

---

### 1) Princípios de Avaliação

A avaliação de empresas não é um processo que leve a soluções exatas. Não somente existem muitos métodos de avaliação, como também o emprego destes métodos leva a resultados diferentes.

A avaliação de uma empresa em funcionamento exige a consideração de dois elementos:

- a) a avaliação dos seus ativos tangíveis;
- b) a avaliação dos seus ativos intangíveis.

Numa empresa em funcionamento, existem não somente ativos físicos, como suas máquinas, mas também existe a sua organização, que constitui um ativo intangível. A existência da organização é a principal característica de uma empresa em funcionamento.

A magnitude e a garantia de concretização dos fluxos de lucros e de caixa produzidos pelos ativos determinam o valor econômico da empresa em funcionamento.

Cada componente do ativo fixo de uma empresa, por exemplo, um torno mecânico, possui pelo menos dois valores:

- **valor econômico** - valor associado ao uso do bem juntamente com outros ativos e com a organização;
- **valor de liquidação** - valor de venda do ativo, isoladamente.

## 2) Métodos de Avaliação

### 2.1) Valor Histórico

Consiste em avaliar a empresa a partir do custo histórico (valor de

aquisição mais correção monetária) dos bens que compõem o imobilizado, e dele subtrair o valor das depreciações acumuladas, somar os demais valores do ativo, e deste total subtrair o valor das exigibilidades. O resultado obtido é o patrimônio líquido.

Problemas associados ao método do valor histórico:

- O custo histórico ou contábil pode ser um valor pouco representativo do valor econômico dos ativos da empresa;
- As reservas, provisões e provisões são constituídas arbitrariamente, em especial a de depreciação;
- O valor econômico dos ativos não é reconhecido.

Na maioria dos casos, é provável que a avaliação baseada no custo histórico depreciado dos ativos seja enganadora. Os investidores normalmente atribuem pouca importância a valores contábeis, pois procuram determinar o valor econômico de uma empresa a partir da estimativa de sua capacidade de geração de lucros no futuro.

## 2.2) Valor de Reposição

Para eliminar o efeito das alterações de preços sobre o valor dos ativos, alguns sugerem que os mesmos sejam avaliados em termos do seu custo de reposição, e não do custo histórico.

Problemas associados ao método do valor de reposição:

- 32
- Dificuldade em estimar o custo de reposição, principalmente quando não existir equipamento idêntico à venda;
  - Dificuldade em se estimar a depreciação real dos ativos;
  - A estimativa baseada no valor de reposição não mede o valor dos ativos "em uso". Isto é, o fator organização não é considerado.

## 2.3) Valor de Mercado

Quando a empresa cujo valor estamos procurando estimar possuir ações negociáveis em bolsa de valores ou fora dela, poderemos estimar esse valor tomando por base a cotação das suas ações.

É temerária a utilização deste método, pois a maioria das variações de curto prazo na cotação das ações dificilmente reflete variações no valor econômico da empresa.

Apesar de ser deficiente, este método é uma medida mais apropriada do valor econômico da empresa do que os citados anteriormente, no caso de economias com mercados de ações de comportamento normal. Nos Estados Unidos e na Europa se atribui maior importância a este método, principalmente em função da facilidade de sua aplicação.

## 2.4) Capitalização dos Lucros Esperados

Este método consiste na aplicação das técnicas de fluxos de rendimento descontados à avaliação de uma empresa. Estas técnicas são amplamente aplicadas em decisões de investimento e ativos imobilizados. Quando aplicadas a este tipo de decisão, o procedimento adotado é o descrito a seguir.

Inicialmente, determinam-se os fluxos de caixa associados ao inves-

timento durante sua vida útil, calculando-se a seguir o seu valor atual, utilizando o custo do capital como taxa de desconto, e comparando-o ao valor atual do investimento. Se o valor dos fluxos de caixa for superior ou igual ao valor atual do investimento, o projeto deverá ser aceito; caso contrário, deverá ser rejeitado.

Quando se trata da avaliação de uma empresa em funcionamento, os proponentes do método da capitalização dos lucros esperados afirmam que é necessário nos basearmos nas estimativas do lucro líquido depois dos impostos, e não em previsões dos fluxos líquidos de caixa associados à incorporação. O custo de capital é aqui chamado de taxa de capitalização, e corresponde à taxa de retorno que se esperaria obter com o investimento em empresas semelhantes, que oferecessem igual nível de risco. Quando este método é aplicado, o preço máximo que a empresa adquirente deve pagar pela adquirida é o valor capitalizado dos lucros desta última. Caso o valor pago seja superior a este, a empresa adquirente estará aplicando fundos em um empreendimento que propiciará

uma taxa de retorno inferior ao custo do capital.

Uma forma simplificada de determinar o valor da empresa a ser adquirida consiste na aplicação da fórmula abaixo:

$$\frac{L}{K} = \text{valor econômico}$$

onde L = lucro médio anual da empresa a ser adquirida. 33

K = taxa de retorno desejada pelo comprador.

A aplicação desta fórmula pressupõe a aceitação da hipótese de que o lucro médio anual, L, seria proporcionado "ad infinitum" pela empresa adquirida, e que o custo de capital da empresa adquirente, K, não se altera ao longo do tempo.

Na prática, costuma-se adicionar, ao valor capitalizado dos lucros, o valor de mercados dos imóveis que a empresa possui e que não estejam diretamente vinculados às suas operações.

As principais deficiências deste método residem no fato de que o retorno associado ao desencanaixe, por parte da empresa compradora, para a aquisição de outra empresa, é constituído pelos subseqüentes fluxos líquidos de caixa associados ao investimento inicial, e não pelos lucros contábeis adicionais; mas na utilização da fórmula simplificada são negligenciadas diferenças nos valores do lucro ao longo do tempo, assim como ignora-se que a capacidade de geração de lucros da empresa adquirida está limitada, no tempo, pela vida útil dos ativos existentes na data da transação.

## 2.5) Capitalização dos Fluxos de Caixa Projetados

A hipótese subjacente a este método de avaliação é a de que o valor associado a qualquer investimento em bens produtores de rendimento está diretamente associado ao fluxo de caixa atribuível a esta inversão. Neste sentido, o fluxo de caixa representa a recuperação do investimento e o recebimento do rendimento por ele produzido. Esta afirmativa se baseia na suposição de que o fluxo de caixa é um critério mais válido de avaliação do

que o lucro contábil. Apenas caixa ou equivalentes de caixa podem ser usados para fins de reinvestimento.

Neste sentido, o valor econômico consiste no valor presente dos fluxos esperados de caixa, os quais poderiam, ao menos teoricamente, ser gerados pela empresa ao longo da vida estimada de seus ativos produtivos, ao nível atual de operações, acrescido do valor presente do capital de giro líquido ao final da vida útil dos ativos fixos.

Isto deriva do fato de que, uma vez encerrada a vida útil dos ativos fixos, o capital de giro líquido poderá ser convertido em caixa e retirado do negócio.

Uma hipótese importante para a aplicação do modelo é a de que as despesas financeiras representam um retorno, sobre o capital de terceiros, equivalente aos dividendos pagos aos acionistas e aos ganhos de capital por eles auferidos, ao invés de constituírem uma despesa operacional. Desta forma, supõe-se que a política de financiamento, isto é, a escolha do grau de

endividamento, não afete o valor dos ativos operacionais da empresa. Ela afeta o seu patrimônio líquido. Conseqüentemente, tanto dividendos quanto juros e demais encargos financeiros representam um retorno sobre o capital, decorrendo, em sua magnitude, da decisão de financiamento e não da eficiência operacional da empresa. Por esta razão, estas saídas de caixa devem ser desconsideradas quando da estimação dos fluxos operacionais de caixa.

Como foi citado acima, uma vez encerrado o empreendimento pelo consumo do ativo imobilizado, o saldo dos ativos correntes é convertido em caixa e retirado do negócio. Conseqüentemente, o valor atual dos ativos correntes é calculado utilizando-se como fator de capitalização o custo de capital. Caso haja um "excesso" de caixa, sob a forma de investimentos temporários, este deve ser avaliado pelo seu valor total, visto que ele está, pelo menos em princípio, imediatamente disponível para reinvestimento. O rendimento estimado deste investimento deve ser eliminado do lucro operacional.

Na Figura 3 é apresentado um exemplo de aplicação deste método. Neste caso, a taxa mínima de retorno aceitável pelo investidor é de 10% ao ano, e se supõe que os ativos imobilizados da empresa adquirida serão consumidos em 13 anos. Na prática, a vida remanescente dos ativos da empresa pode ser estimada grosseiramente, dividindo-se o valor não depreciado do ativo imobilizado da empresa pela despesa anual com depreciação.

35

Generalizando, pode-se denotar o valor da empresa do seguinte modo:

$$V = F - E + G + J$$

onde:

V = valor da empresa, no momento da transação.

F = valor atual dos fluxos operacionais de caixa gerados pela empresa.

$$F = \sum_{t=1}^T \frac{l_t + d_t + i_t - r_t}{(1+k)^t}$$

onde:

T = vida útil dos ativos da empresa

$l_t$  = lucro líquido após o imposto sobre a Renda no período  $t$

$d_t$  = despesa de depreciação para o período

$k$  = custo de capital da empresa adquirente

$i_t$  = despesas financeiras no período  $t$

$r_t$  = juros, após o Imposto sobre a Renda, provenientes de aplicação de excessos de caixa projetados para o período  $t$

$E$  = valor atual do exigível a longo prazo, ou seja:

$$E = \sum_{t=1}^T \frac{EX_t}{(1+k)^t}$$

onde:

$EX_t$  = parcela do exigível a longo prazo vencível no período  $t$

$k$  = custo de capital da empresa adquirente

$G$  = valor presente do capital de giro líquido, ou seja:

$$G = \frac{AC - J - PC^{(5)}}{(1+k)^t}$$

onde:

$AC$  = valor médio do ativo corrente nos períodos entre  $O$  e  $T$

$J$  = valor médio do investimento em títulos de alta negociabilidade entre os períodos  $O$  e  $T$

$PC$  = valor médio do passivo corrente entre os períodos  $O$  e  $T$

$k$  = custo de capital da empresa adquirente

(5) Note-se que  $J$  foi excluído de  $G$  porque foi incluído explicitamente em  $V$ , assim como o rendimento  $r_t$  obtido com a aplicação  $J$  é excluído dos fluxos operacionais de caixa.

**Figura 3 — Avaliação da Empresa ABC com a Aplicação do Método do Valor Atual do Fluxo de Caixa — (M = Milhares de cruzeiros)**

Lucro líquido no exercício da operação		10.100M
Mais:		
Depreciação	6.500M	
Despesas financeiras	2.500	8.500
		<u>18.600</u>
Menos:		
Juros sobre investimentos de caixa temporários, após o I.R.		500
Fluxo de caixa ajustado		<u>18.100M</u>
Valor presente do fluxo de caixa descontado à taxa de 10% a.a. por 13 anos (Fator = 7.103.)		(3) 128.600 M
Menos:		
Valor presente do exigível a longo prazo		38.000
		<u>90.600</u>
Valor presente do capital de giro líquido (ao final da vida útil dos ativos produtivos, considerando uma taxa de retorno sobre o investimento de 10%)		
Ativo corrente	37.000M	
Menos:		
Investimentos temporários em títulos de alta negociabilidade	16.000	21.000
Passivo corrente		(8.000)
		<u>13.000</u>
Capital de giro líquido. (Fator = 0.2896.)		4.000 <sup>(4)</sup>
<b>SUB-TOTAL</b>		<u>94.600</u>
Mais:		
Investimentos temporários em títulos de alta negociabilidade		16.000
Valor total estimado		<u>110.600M</u>
Valor por ação (40.000.000 de ações)		<u>Cr\$ 2,765</u>

37

(3) Valor arredondado.

(4) Valor arredondado.

---

## A FIXAÇÃO DO PREÇO DE TRANSAÇÃO

---

Hovers, na sua obra sobre fusões e incorporações, discute o problema da fixação do preço final de transação a partir da análise dos fatores que determinam valorações diferentes da empresa, por parte do vendedor e do comprador. Tais divergências podem ocorrer em função de:

- a) diferenças quanto à definição do conteúdo dos demonstrativos contábeis;
- b) diferenças na avaliação do ativo tangível e do intangível, assim como do exigível;
- c) se as partes estiverem de acordo quanto aos fatores determinantes do valor, poderão surgir diferenças de opinião quanto aos efeitos sinérgicos positivos e negativos. Pode haver ainda divergências quanto às exigências feitas por cada uma das partes sobre os efeitos positivos

da cooperação ou sobre a obrigação de compensar a sinergia negativa;

- d) diferenças de opinião quanto às perspectivas futuras.

Para melhor compreender as razões de eventuais divergências, do tipo das acima citadas, convém analisar o efeito das diferenças de objetivo, tanto do adquirente quanto do vendedor, sobre a avaliação da empresa.

Segundo os seus objetivos, os compradores podem ser agrupados em três categorias:

- 1) os que querem liquidar a empresa adquirida.
- 2) os que pretendem continuar suas atividades.
- 3) os que adquirem como estratégia defensiva.

Se o objetivo do comprador for o de liquidar a empresa adquirida, ele tenderá a utilizar o valor de liquidação da empresa como critério de avaliação.

Caso a meta perseguida pelo adquirente seja a continuidade das atividades, ele tenderá a usar o valor econômico na avaliação da empresa a ser adquirida. Neste caso, a avaliação exata da capacidade de geração de lucros e fluxos de caixa é necessária, e ênfase especial deve ser atribuída à identificação de eventuais manobras, por parte da administração da empresa a ser adquirida, que objetivem o incremento, no curto prazo, dos lucros e dos fluxos de caixa; por exemplo, isso poderia ser feito através da redução das despesas com publicidade, com o desenvolvimento de novos produtos, etc. Além da quantidade dos lucros esperados no futuro, especial atenção deve ser dedicada à avaliação de sua qualidade, ou seja, a probabilidade de que os lucros assumam valores inferiores aos esperados. Aliás, este aspecto caracteriza o alto grau de incerteza envolvida em decisões de expansão por absorção ou fusão.

Quando as razões do comprador são de natureza defensiva (por exemplo, evitar que a empresa-alvo seja absorvida por concorrentes), a determinação do valor é complexa

e deve levar em conta, além do valor capitalizado dos lucros ou dos fluxos de caixa, o valor das perdas que poderiam advir para a adquirente, derivadas de sua absorção por um competidor. Como bases de determinação deste valor, poderiam ser citadas:

- a) a importância desta aquisição para o concorrente em termos de sua posição produto/mercado, sua participação no mercado, e os efeitos negativos da operação para a nova empresa, e
- b) o preço que o concorrente estaria disposto a pagar.

No que tange a este último aspecto, é importante frisar que o comportamento do vendedor nem sempre é racional, no sentido de que a transação não necessariamente ocorrerá pela melhor oferta em termos de preço. É comum que os vendedores considerem, tão importantes quanto ao preço, fatores tais como segurança, continuidade após a transação, os rumos a serem tomados pela empresa no futuro, etc.

Do ponto de vista da avaliação da empresa, também os vendedores poderiam ser agrupados em três classes:

1) os que venderão pela melhor oferta, o que implica a existência de mais de um interessado.

2) os que são obrigados a vender para evitar a falência, ou por qualquer outro motivo vital.

3) os que baseiam sua decisão num processo racional de planejamento.

No primeiro caso, o vendedor tenderá a aceitar a melhor oferta, desde que esta seja superior ao valor capitalizado dos lucros futuros, no caso de subsistência independente. No caso de empresa com ações cotadas em bolsa, deverá ser oferecido um ágio em relação à cotação da ação para que a transação se concretize. Mesmo neste caso, fatores tais como segurança e posicionamento futuro da atual administração, modificações esperadas após a operação, etc., são levadas em consideração pelo vendedor.

No segundo caso, é razoável esperar que o vendedor "sob pressão" não disponha de muitas alternativas. No caso de venda para evitar falência, o vendedor estará disposto a aceitar ofertas que sejam iguais ou superiores ao valor de liquidação da empresa.

No caso da venda como decorrência de uma estratégia empresarial, podemos citar os casos de empresas cujos proprietários julgam ser mais acertado garantir a sua continuidade como parte de um complexo empresarial maior, ou de empresas cujos proprietários decidiram desinvestir para aplicar seu capital em outro negócio. Caso a empresa à venda tenha ações cotadas em bolsa, os vendedores tenderão a desejar vender suas ações com ágio. Caso a empresa seja de capital fechado, seus proprietários tenderão a avaliá-la com base na relação preço-lucro (P/L), válida para empresas similares, de capital aberto, adicionando um prêmio ao P/L. Na Figura 4, é apresentada uma matriz com o conjunto de hipóteses relativas à avaliação da empresa, segundo as características dos compradores e dos vendedores.

Em cada célula da matriz são apresentadas as diferenças de avaliação a serem eliminadas, para que a transação ocorra.

### **EFEITOS DA TRANSAÇÃO SOBRE OS LUCROS E O VALOR DE MERCADO DA COMPRADORA**

Quais as implicações da incorporação da empresa B pela empresa A, em termos de lucros e preços de mercado da ação da empresa A?

Para responder a esta pergunta,

devem ser colocadas as seguintes hipóteses:

a) as empresas A e B são sociedades de capital aberto, com ações cotadas em bolsa;

b) a transação é efetivada pela troca de ações, não havendo pagamento em dinheiro ou endividamento da companhia A, para que a transação se realize.

Primeiramente, será estudado o efeito da transação sobre os lucros por ação da empresa adquirente. Suponha-se a seguinte situação inicial:

41

	<b>Empresa A</b>	<b>Empresa B</b>
Lucro total (milhões de Cr\$)	25	10
Número de ações ordinárias (milhões)	50	40
Lucros por ação	0,50	0,25
Cotação de Mercado	3,00	1,00
Preço/Lucro	6	4

Suponha-se que a empresa B aceite uma oferta no valor de Cr\$ 1,20 por ação, a ser paga em ações da empresa A. Neste caso, a relação de troca de ações é deter-

minada pelo quociente entre o preço oferecido pelas ações de B e a cotação das ações de A, ou seja, 0,4 ações da empresa A para cada ação da empresa B.

	Empresa A (após a transação)
Lucros (milhões de Cr\$)	35
Ações (milhões)	66
Lucros por ação	0,53

Pode-se observar que a transação provocou um aumento imediato dos lucros por ação da empresa A, enquanto houve uma diluição dos lucros por ação dos antigos acionistas da empresa B. É claro que os fatores determinantes da diluição dos lucros dos acionistas de uma das empresas envolvidas na transação são a relação de troca utilizada, o diferencial entre os P/L das ações, e o montante dos lucros totais no momento da transação. Uma eventual redução inicial dos

lucros por ação (LPA) da empresa adquirente não deve ser um fator inibidor da transação. Fundamentalmente, o seu efeito de longo prazo sobre os LPA da adquirente é o que constitui o fator-chave de decisão. É possível, após uma diluição inicial que, os LPA da adquirente passem a se elevar em função do aproveitamento de efeitos sinérgicos, como por exemplo: economias operacionais decorrentes do uso mais adequado dos recursos, acréscimos de procura, etc.

**Figura 4 – Objetivos do Vendedor e do Comprador e Avaliação da Empresa**

Objetivo do Comprador Classe de Vendedor	Continuidade das Atividades	Defensivo	Liquidação
Mais de uma oferta. Não é obrigado a vender	Relação P/L Oferta mais alta	Evitar prejuízo Oferta mais alta	Valor de liquidação Oferta mais alta
Obrigado a vender	Relação P/L Valor de liquidação	Evitar prejuízo Valor de liquidação	Valor de liquidação Valor de liquidação
Venda baseada em estratégia planejada	Relação P/L Relação P/L com ágio	Evitar prejuízo Relação P/L com ágio	Valor de liquidação Relação P/L com ágio

43

44 No que tange ao efeito da transação sobre o valor de mercado da empresa adquirente, seus determinantes são o comportamento dos LPA e da relação preço/lucro após a transação. No exemplo anterior, se o P/L da empresa A não se alterar, o valor de mercado das ações da empresa passará de Cr\$ 3,00 para Cr\$ 3,18. Aliás, a hipótese da permanência da relação preço/lucro sugere que a compra de empresas com P/L inferior pode beneficiar os acionistas da empresa adquirente, em virtude da valorização de suas ações, que ocorrerá em função da transação. Van Horne sugere que isto só ocorrerá se o mercado esperar o surgimento de efeitos sinérgicos em consequência da transação, pois, caso contrário o P/L após a transação será alterado, tendendo a deslocar-se para a média ponderada dos dois P/L anteriores, eliminando assim qualquer benefício para seus acionistas.

---

## CONCLUSÕES

---

As fusões e incorporações constituem uma das mais arriscadas políticas de expansão empresarial. Por

esta razão, elas devem surgir como uma decorrência do planejamento estratégico da empresa, após terem sido eliminadas as outras alternativas de expansão.

Uma vez selecionada a absorção como estratégia de diversificação, é necessário um planejamento cuidadoso, por parte do comprador, visando a definir os objetivos de rentabilidade das empresas-alvo, e avaliar os recursos disponíveis e a capacidade de concretizar a operação com êxito. Também o vendedor deve planejar a operação, que para ele decorre de uma decisão de desinvestimento: ele precisa definir seus objetivos em termos financeiros, de risco e de continuidade de participação no negócio.

Quanto aos métodos de avaliação, ficou claro que os conceitualmente melhores são os de capitalização dos lucros projetados e de valor atual dos fluxos de caixa projetados. No entanto, qualquer que seja o método adotado, a fixação do preço da transação e sua concretização dependerão, fundamental-

mente, dos objetivos dos compradores e dos vendedores.

No que diz respeito aos efeitos da transação sobre os lucros e a cotação das ações da adquirente, procurou-se mostrar que os efeitos desfavoráveis de curto prazo não devem ser fatores determinantes de desistência da absorção. A ocorrência de efeitos sinérgicos futuros pode mais que compensar tais efeitos de curto prazo.

Para finalizar, deve-se alertar o leitor para o fato de que deixamos de abordar, neste trabalho, a parte mais complexa do processo de absorção, qual seja a tomada do controle operacional da empresa adquirida. Nesta fase, os problemas são inúmeros, e fundamentalmente de natureza comportamental, exigindo, para sua solução, muita habilidade por parte dos executivos da empresa compradora.

45

## BIBLIOGRAFIA

**BOUCINHAS, J.F.C.**, *As Vantagens do Planejamento Estratégico*. São Paulo Exame, nº 101, março de 1976, 95-102.

**GONEDES, N.J.**, e **LARSON, K.D.**, *Business Combinations: An Exchange — Ratio Determination Model* Accounting Review, 44, outubro de 1969, 720-28.

**HOVERS, J.**, *Expansión por Absorción* — Bilbao, Ediciones Deusto, 1973.

**MEAD, W.J.**, *Instantaneous Merger Profit as a Conglomerate Merger Motive*. Western Economic Review, 7, dezembro de 1969, 295-306.

**MOTTA MAIA, J.**, *Fusão e Incorporação de Empresas*. São Paulo, Bushatsky e Ed. da Universidade de São Paulo, 1972.

**VAN HORNE, J.C.**, *Financial Management and Policy*. 3ª edição. Englewood Cliffs, N.J., Prentice Hall, Inc., 1974.

## ABSTRACT

Mergers and acquisitions represent one of the riskiest business expansion policies. Therefore, they should result from the practice of strategic planning, after all other expansion alternatives have been eliminated.

Careful planning is required, on the part of the buying firm, aiming at the definition of profitability goals regarding target companies, the assessment of available resources, and the ability of successfully concluding the transaction.

Concerning evaluation methods, it has

been made clear that, conceptually speaking, the best methods are the projected earnings capitalization and the present value of projected cash flow methods.

It was also demonstrated that the unfavorable short-run effects must not be the guiding factors in a decision to reject an acquisition alternative, since the existence of long-run synergistic effects may very well exceed them.

This paper has not dealt with the issue of the operational take-over of the acquired company, a situation that requires significant behavioral skills on the part of the investing company's executives.