

**FUSÕES E AQUISIÇÕES  
DE EMPRESAS NO BRASIL:  
VISÃO DE MERCADO, ESTRATÉGIAS PARA OTIMIZAÇÃO DE GANHOS/ RISCOS, E  
RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA E F&A**

**Comissão de Finanças IBGC**

São Paulo, 18 de Outubro de 2018



# ÍNDICE

## Introdução

### Visão de mercado de F&A (Fusões e Aquisições)

- O que está acontecendo em F&A no Brasil?
- Por que esta movimentação?

### O processo de compra ou venda de uma empresa

### Estratégias de otimização da relação ganho/risco numa aquisição

- Comprador - Investidor
- Vendedor – Empresário

### Governança Corporativa e F&A: criação de valor via governança

# NOTÍCIAS SUGEREM QUE O MERCADO DE F&A NO BRASIL ESTÁ MAIS ATIVO DO QUE NUNCA

**Outubro 2018. Nubank confirma aporte de US\$ 90 milhões da chinesa Tencent**  
**Setembro 2018. Eletrobras vende 11 de 18 participações em SPEs e arrecada R\$ 1,3 bi em leilão**  
**Agosto 2018. Ouro Verde faz acordo com Brookfield para venda de controle por R\$ 660 mi**  
**Julho 2018. Axxon Group compra participação na Casa do Adubo**  
**Junho 2018. Advent International adquire fatia majoritária de Walmart do Brasil**  
**Mai 2018. Enel supera Neoenergia e oferece R\$ 7,6 bi por Eletropaulo**  
**Abril 2018. ArcelorMittal conclui venda de ativos relacionados a acordo com Cade**  
**Março 2018. Capitalizada pela Stratus, BBM compra divisão de companhia multinacional**  
**Dezembro 2017. Cargill conclui aquisição da Integral Nutrição Animal**  
**Setembro 2017. Seara Indústria oferece ativos a CHS e Bunge em meio à recuperação judicial**  
**Março 2017. Grupo chinês HNA negocia compra de fatia da Odebrecht no Galeão**  
**Março 2017. Atento compra controle da Interlife, gestora de documentos e cobranças**  
**Fevereiro 2017. ArcelorMittal compra setor de aço largo da Votorantim no Brasil**  
**Janeiro 2017. Fundador da Cyrela compra hospital e traça aquisições**  
**Janeiro 2017. Dono do St Marche, fundo L Catterton compra 40% da rede Espaço Laser**  
**Dezembro 2016. Vale vende ativos de fertilizantes para Mosaic por US\$2,5 bi**  
**Setembro 2016. Brookfield paga US\$ 5,2 bi por 90% de gasoduto da Petrobras**  
**Setembro 2016. State Grid assina compra de fatia da Camargo na CPFL por cerca de R\$6 bi**  
**Julho 2016. Kroton compra a Estácio e amplia domínio do setor de educação**  
**Janeiro 2016. A Cubico, fechou a compra de duas usinas eólicas no Nordeste do Brasil por 2 bilhões de reais**  
**Novembro 2015. Carlyle desembolsa R\$ 318 mi por Tempo**  
**Outubro 2015. Kroton fecha venda da Uniasselvi por R\$ 1,1 bilhão**  
**Setembro 2015. Com 22 aquisições, receita da Alliar atinge R\$ 900 milhões**  
**Agosto 2015. Alupar vende cinco projetos eólicos para subsidiária da Eletrobras**  
**Julho 2015. Santander compra 50% da unidade de financiamento da Peugeot Brasil**  
**Junho 2015. United Airlines compra 5% da Azul por US\$ 100 milhões**  
**Mai 2015. Telefônica adquire GVT.**  
**Abril 2015. Após 13 aquisições, JBS trava nova guerra do frango com BRF**  
**Março 2015. Stefanini fecha joint venture com Tema Sistemas**  
**Fevereiro 2015. EDF compra bolsa de projetos eólicos no Brasil que totalizam 800 megawatts**  
**Janeiro 2015. Lei 13.097/15. Investidores estrangeiros assediam hospitais no país**

# ÍNDICE

## Introdução

### Visão de mercado de F&A (Fusões e Aquisições)

- O que está acontecendo em F&A no Brasil?
- Por que esta movimentação?

O processo de compra ou venda de uma empresa

Estratégias de otimização da relação ganho/risco numa aquisição

- Comprador - Investidor
- Vendedor – Empresário

Governança Corporativa e F&A: criação de valor via governança

# ÍNDICE

**Introdução**

**Visão de mercado de F&A (Fusões e Aquisições)**

**•O que está acontecendo em F&A no Brasil?**

**•Por que esta movimentação?**

**O processo de compra ou venda de uma empresa**

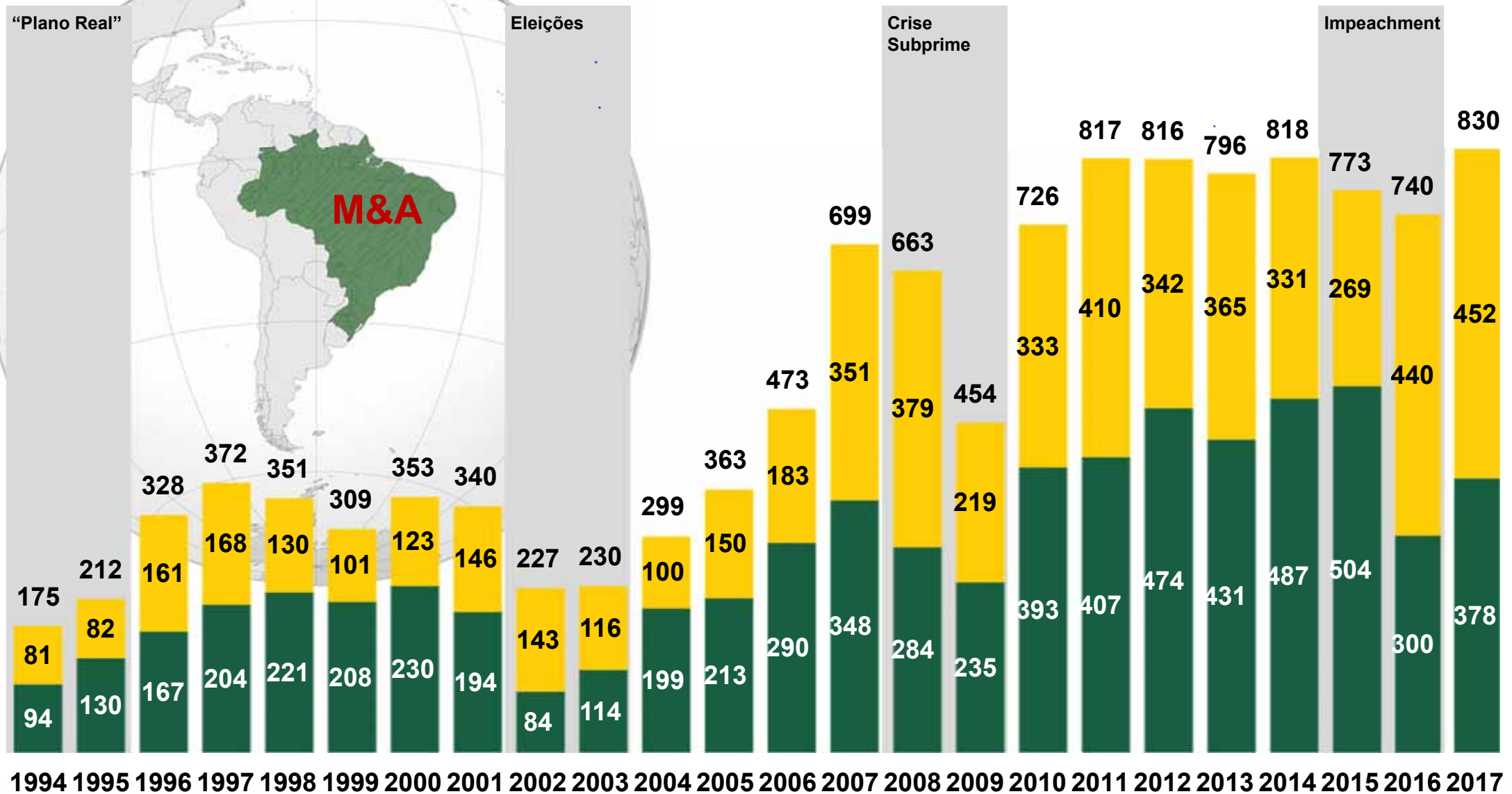
**Estratégias de otimização da relação ganho/risco numa aquisição**

- Comprador - Investidor**
- Vendedor – Empresário**

**Governança Corporativa e F&A: criação de valor via governança**

# 2017 FOI A MELHOR ANO EM NÚMERO DE TRANSAÇÕES DE TODA A SERIE HISTÓRICA

Número de transações por ano – total/ domésticas/ cross border

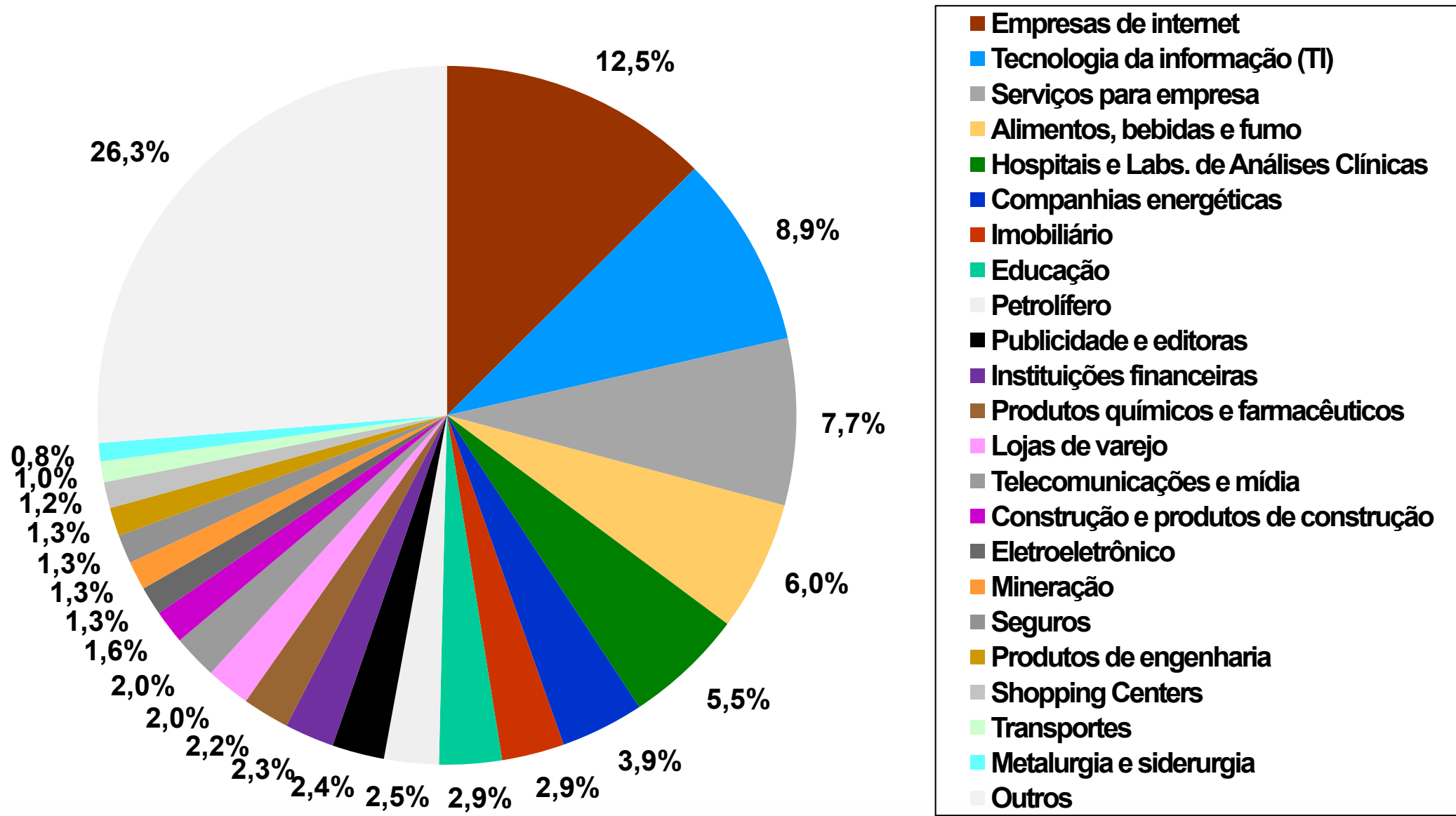


Cross Border Domésticas



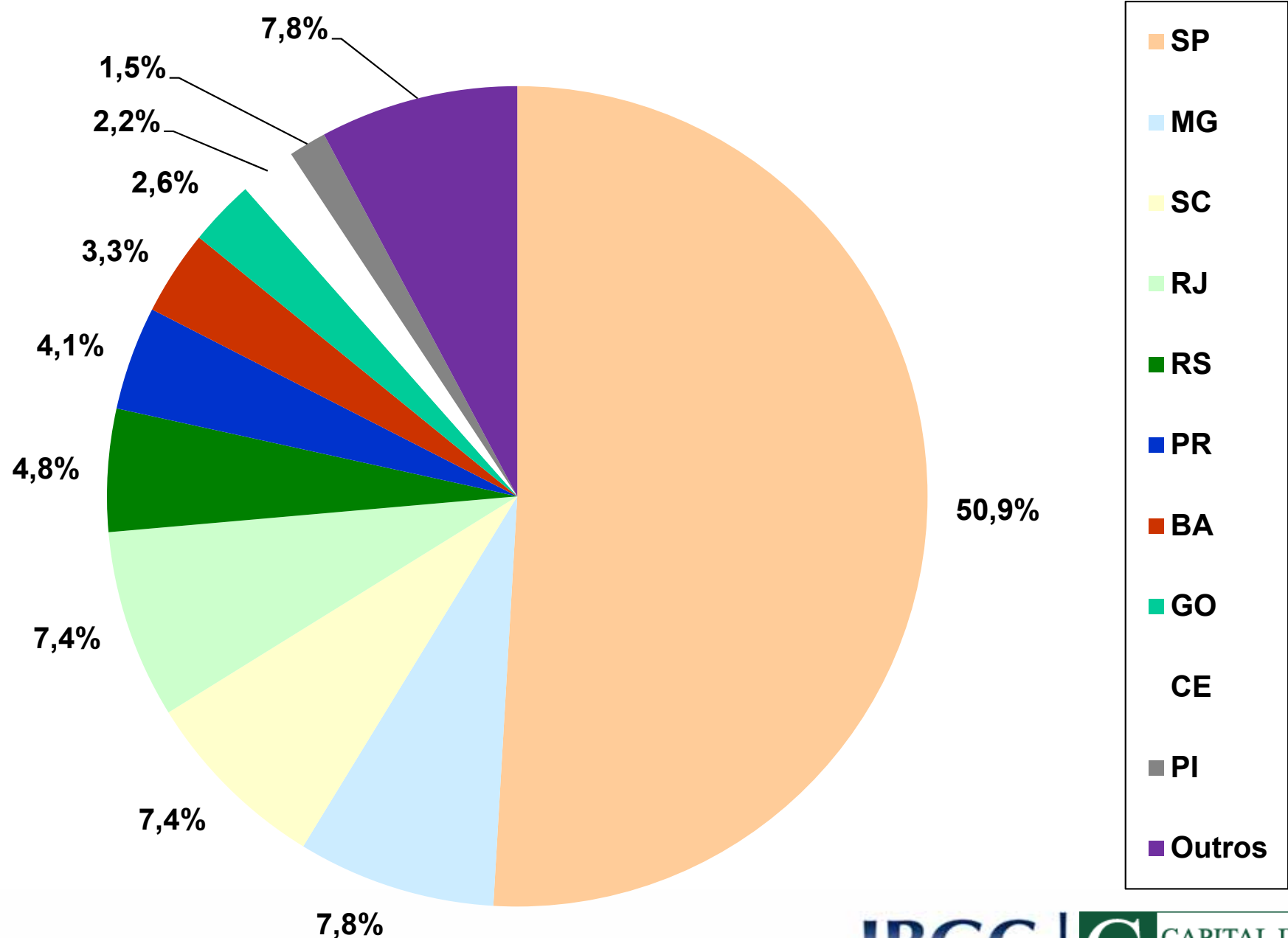
# OS SEGMENTOS TI, SERVIÇOS, E ALIMENTOS FORAM OS MAIS ATIVOS EM NÚMERO DE TRANSAÇÕES DURANTE O ANO 2017

Percentagem de número de transações por segmento – ano 2017



# OS ESTADOS MAIS ATIVOS EM F&A FORAM SP, MG, SC E RJ

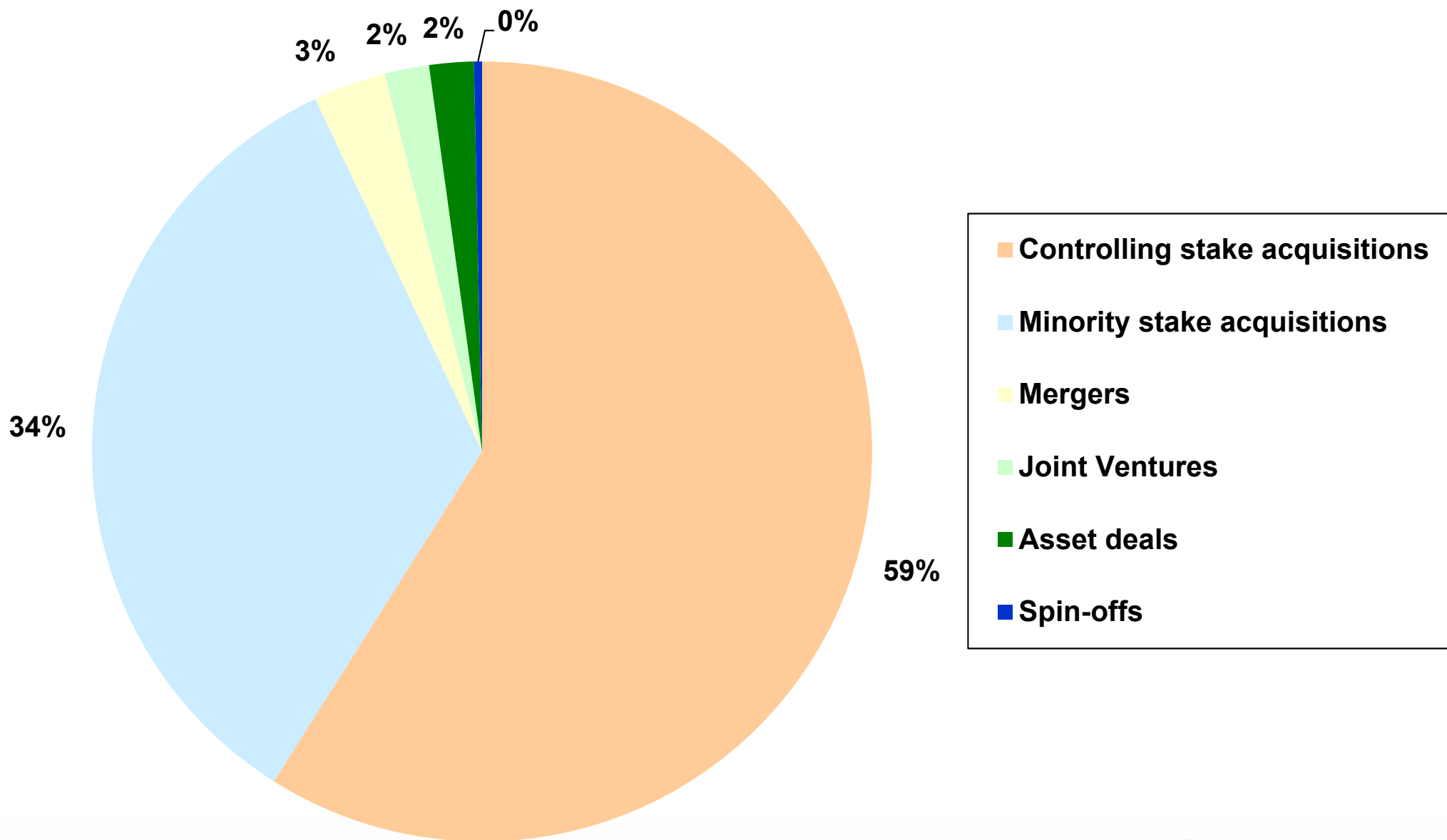
Percentagem de número de transações – ano 2017





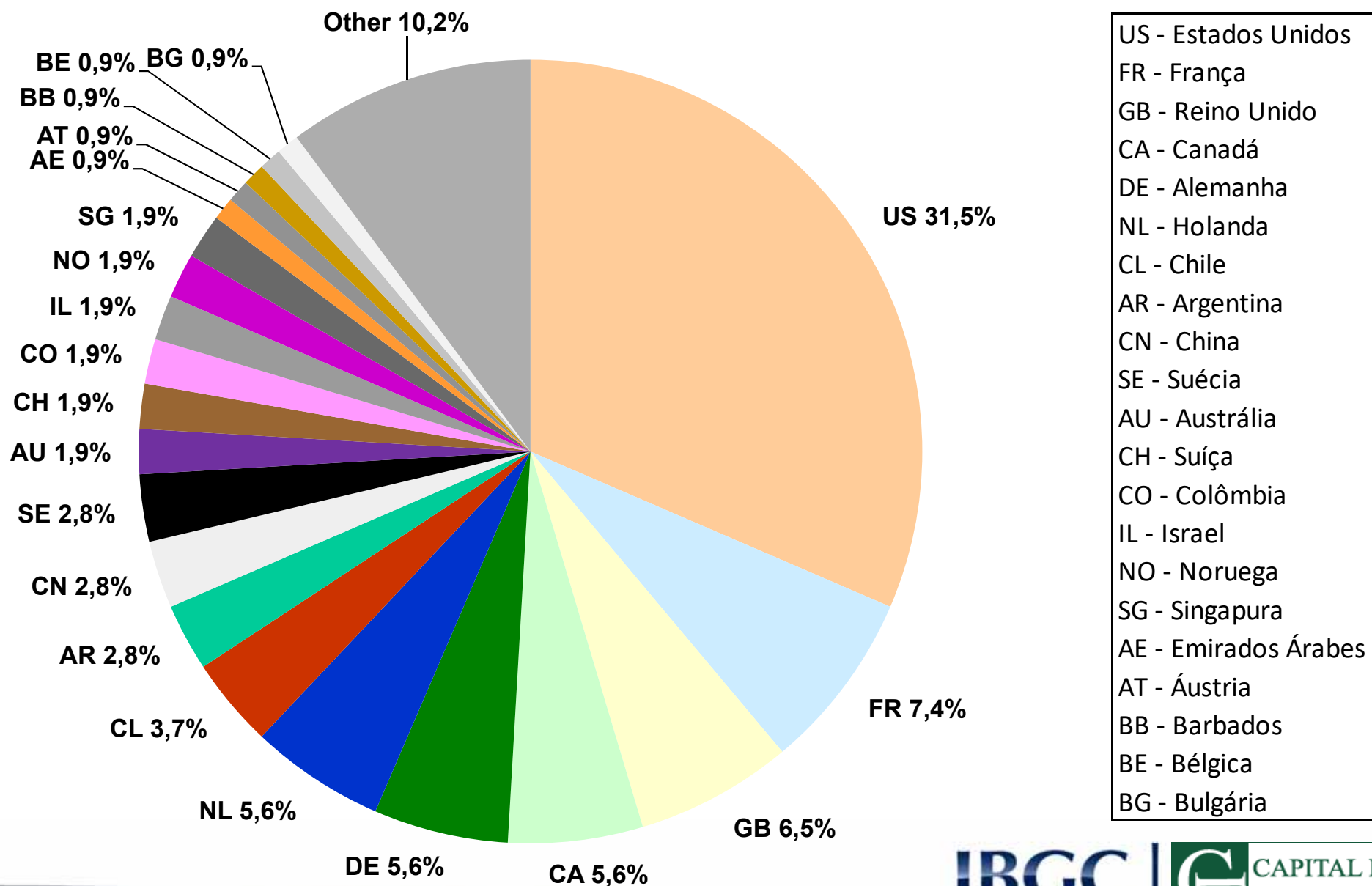
# DO TOTAL DE TRANSAÇÕES, A MAIORIA CORRESPONDE A AQUISIÇÕES E A COMPRAS MINORITÁRIAS

Percentagem de número de transações por tipo – ano 2016



# OS PRINCIPAIS INVESTIDORES ESTRANGEIROS EM 2017 FORAM: EUA, FRANÇA, REINO UNIDO, CANADÁ E ALEMANHA

Percentagem de número de transações envolvendo investimentos no Brasil por país – ano 2017



# ÍNDICE

## Introdução

## Visão de mercado de F&A (Fusões e Aquisições)

- O que está acontecendo em F&A no Brasil?

- Por que esta movimentação?

## O processo de compra ou venda de uma empresa

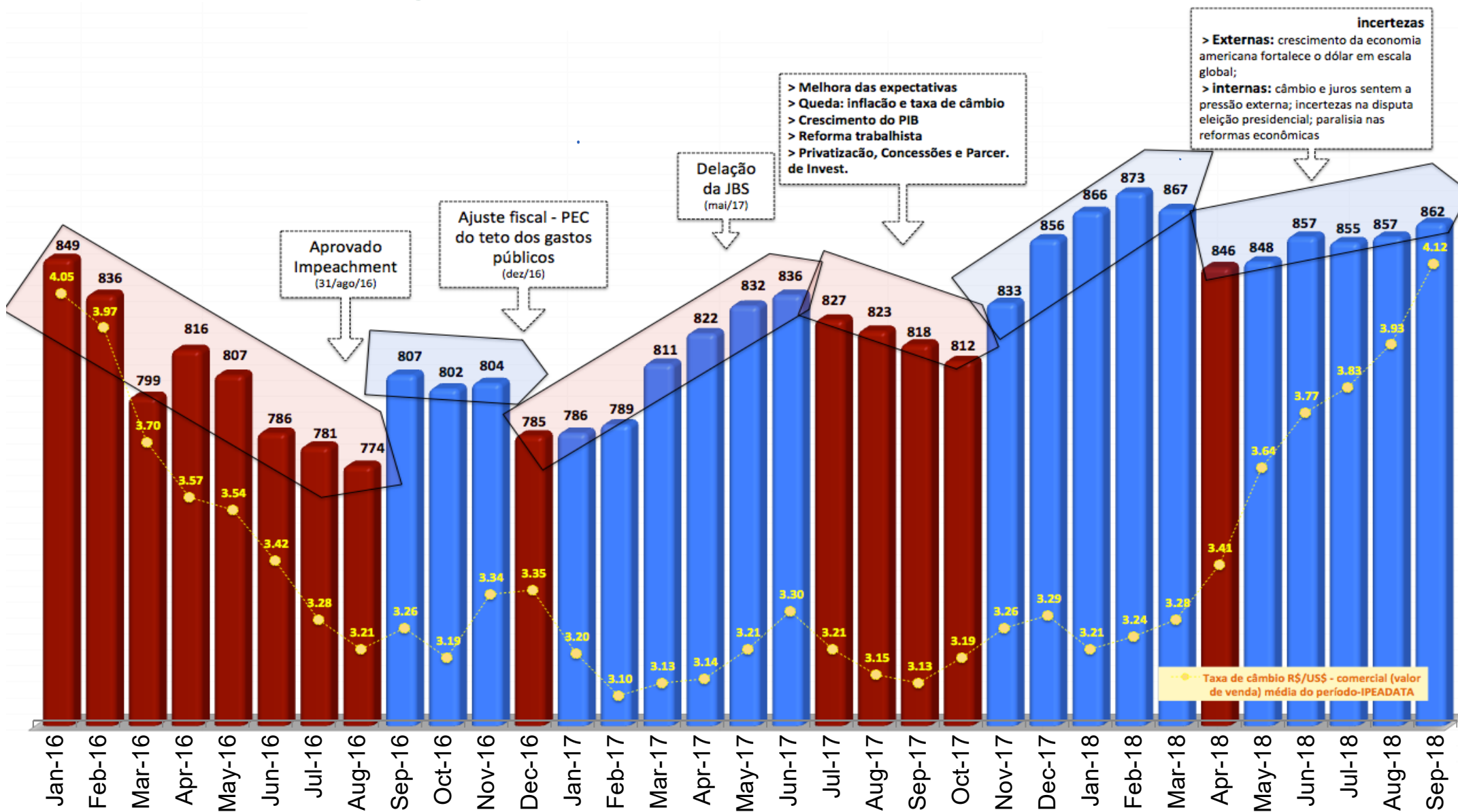
## Estratégias de otimização da relação ganho/risco numa aquisição

- Comprador - Investidor
- Vendedor – Empresário

## Governança Corporativa e F&A: criação de valor via governança

# ALGUNS MOTIVOS DA MOVIMENTAÇÃO EM F&A NO BRASIL

## Número de Transações – Acum. 12 meses vs. taxa de câmbio R\$/US\$



# ÍNDICE

## Introdução

## Visão de mercado de F&A (Fusões e Aquisições)

- O que está acontecendo em F&A no Brasil?
- Por que esta movimentação?

## O processo de compra ou venda de uma empresa

## Estratégias de otimização da relação ganho/risco numa aquisição

- Comprador - Investidor
- Vendedor – Empresário

## Governança Corporativa e F&A: criação de valor via governança

# CADA FASE DO PROCESSO DE F&A DEVE ESTAR ACOMPANHADA PELOS ESPECIALISTAS ADEQUADOS

## Processo de venda

Modelagem Financeira, Avaliação e Documentação

Estruturação da transação (planejamento estratégico)

Road Show (marketing)

Recebimento de Ofertas Não Vinculantes e pré-seleção de candidatos

Due Diligence (DD)

Recebimento de Oferta Vinculante

Assinatura do acordo (SPA, SLA, IA)

## Profissionais do vendedor

Assessor Financeiro: Boutique ou Banco

Assessor Legal: Escritório de Advogados

Intermediários

## Profissionais do comprador

Assessor Financeiro: Boutique ou Banco, ou executivos internos com experiência e competência em F&A no Brasil

Assessor Legal: Escritório de Advogados

Advogados

Auditoria

Consultoria/Engenharia

Consultoria

## Processo de compra

Estudo de mercado, avaliação preliminar e priorização

Assinatura de LOI e/ou NDA

Modelagem e avaliação da oportunidade

Oferta Não Vinculante (NBO)

Due Diligence (DD)

Oferta Vinculante (BO)

Assinatura do acordo (SPA, SLA, IA)

# ÍNDICE

## Introdução

## Visão de mercado de F&A (Fusões e Aquisições)

- O que está acontecendo em F&A no Brasil?
- Por que esta movimentação?

## O processo de compra ou venda de uma empresa

## Estratégias de otimização da relação ganho/risco numa aquisição

- Comprador - Investidor
- Vendedor – Empresário

## Governança Corporativa e F&A: criação de valor via governança

# ÍNDICE

**Introdução**

**Visão de mercado de F&A (Fusões e Aquisições)**

- **O que está acontecendo em F&A no Brasil?**
- **Por que esta movimentação?**

**O processo de compra ou venda de uma empresa**

**Estratégias de otimização da relação ganho/risco numa aquisição**

- **Comprador - Investidor**
- **Vendedor – Empresário**

**Governança Corporativa e F&A: criação de valor via governança**



# COMO O INVESTIDOR NACIONAL OU ESTRANGEIRO PODE AUMENTAR O GANHO NUMA AQUISIÇÃO? ALGUMAS DICAS GERAIS

Focar no “core business” da empresa.

- Está estatisticamente demonstrado que diversificar em outros segmentos via aquisições destrói valor.

Tomar em conta que a diversificação geográfica cria valor para o investidor.

Gerenciar da forma mais profissional possível todo o processo de aquisição, contratando executivos internos, ou a uma boutique ou banco, com a devida experiência local em F&A, com o intuito de minimizar os três fatores que fazem que a maioria das aquisições destruam valor para o investidor (1):

## a) Seleção do target,

- Ter claro o racional da expansão via aquisição. Ex: crescimento para obter economias de escala, diversificação geográfica num país com potencial, redução de custos, liderar uma consolidação do mercado, sinergias, acessar ativos únicos como capital humano, know how, etc.
- Definir claramente o perfil do alvo procurado (alinhado com o racional e sua estratégia), e seu retorno esperado.
- Procurar ativamente no mercado as melhores opções de “targets”, mapeando e avaliando todas as empresas do segmento almejado, em função do racional e perfil almejado.

## b) Avaliação/ valor de compra realista. Ex:

- Às vezes o mercado está aquecido e é necessário esperar meses até efetivar uma transação.
- Comprar ativos com riscos, menos “badalados” e portanto mais baratos, estruturando a transação para diminuir os riscos.
  - Toda empresa ou ativo, tem, ou pelo menos teve, alguma dificuldade financeira, operacional, tributária, trabalhista, técnica, ambiental, regulatória ou jurídica.
  - Existem estruturas de transação que permitem ao investidor limitar seus riscos assim como lucrar uma vez superadas as dificuldades.

## c) Facilitar a implementação de sinergias. Ex:

- Escolher alvos de tamanho pequeno em relação ao investidor (máximo 50%), para limitar riscos e complexidades da integração post fusão, que é a diferença entre obter os ganhos e sinergias esperadas na transação ou não.
- Pagar com ações na compra de projetos ou empresas não cotadas, é uma boa forma de incentivar ao adquirido, quando o êxito final da transação depende do envolvimento dele na integração post fusão.

# CADA FASE DO PROCESSO DE COMPRA AJUDA A OTIMIZAR O GANHO

## ALGUMAS DICAS EM CADA FASE DO PROCESSO DE AQUISIÇÃO

**Estudo de mercado, contato inicial e avaliação preliminar**

Avaliar todas as opções do mercado, em função do racional estratégico e do perfil requerido do alvo. Informar-se sobre a reputação e profissionalismo do proprietário e de seu assessor financeiro. Entender se existe alguma expectativa de valor e avaliar preliminarmente se o preço é razoável. Ex: múltiplos ponderados pelo crescimento, ou valor de mercado de ativos comparáveis.

**Assinatura de LOI e/ou NDA**

Avaliar o modelo LOI e ou NDA cuidadosamente, tendo a certeza de que não existe nenhum compromisso além da confidencialidade ou uma expressão de interesse inicial.

**Modelagem e avaliação da oportunidade**

Fazer uma modelagem financeira, estimando um range de preço baseado em diferentes cenários, entre outros:

- Cenário pessimista
- Cenário otimista, que normalmente coincide com as expectativas do empreendedor

**Oferta Não Vinculante (NBO)**

Em algumas aquisições pode ser uma boa ideia fazer uma oferta na seguinte estrutura:

- Fixo, no valor do cenário pessimista.
- Variável (ou êxito), complementando o valor do fixo até o cenário otimista.

Condicionar os pagamentos ao empreendedor a condições “go – not go”. Ex: aprovações Aneel, CADE, Licença Ambiental, etc.

**Due Diligence (DD)**

Vale a pena contratar a bons advogados, auditores, e empresa consultora ou de engenharia especializada no setor, com custo pequeno quando comparado com o valor dos riscos envolvidos. Investir numa DD com um mínimo de garantias (exclusividade, irretratabilidade da NBO, etc)

**Oferta Vinculante (BO)**

Respeitar o “acordo de cavalheiros” praxe do mercado: se não foram encontradas “surpresas” na DD, a Oferta Vinculante deve ser muito similar à Oferta Não Vinculante inicial.

**Assinatura do acordo (SPA, SLA, IA)**

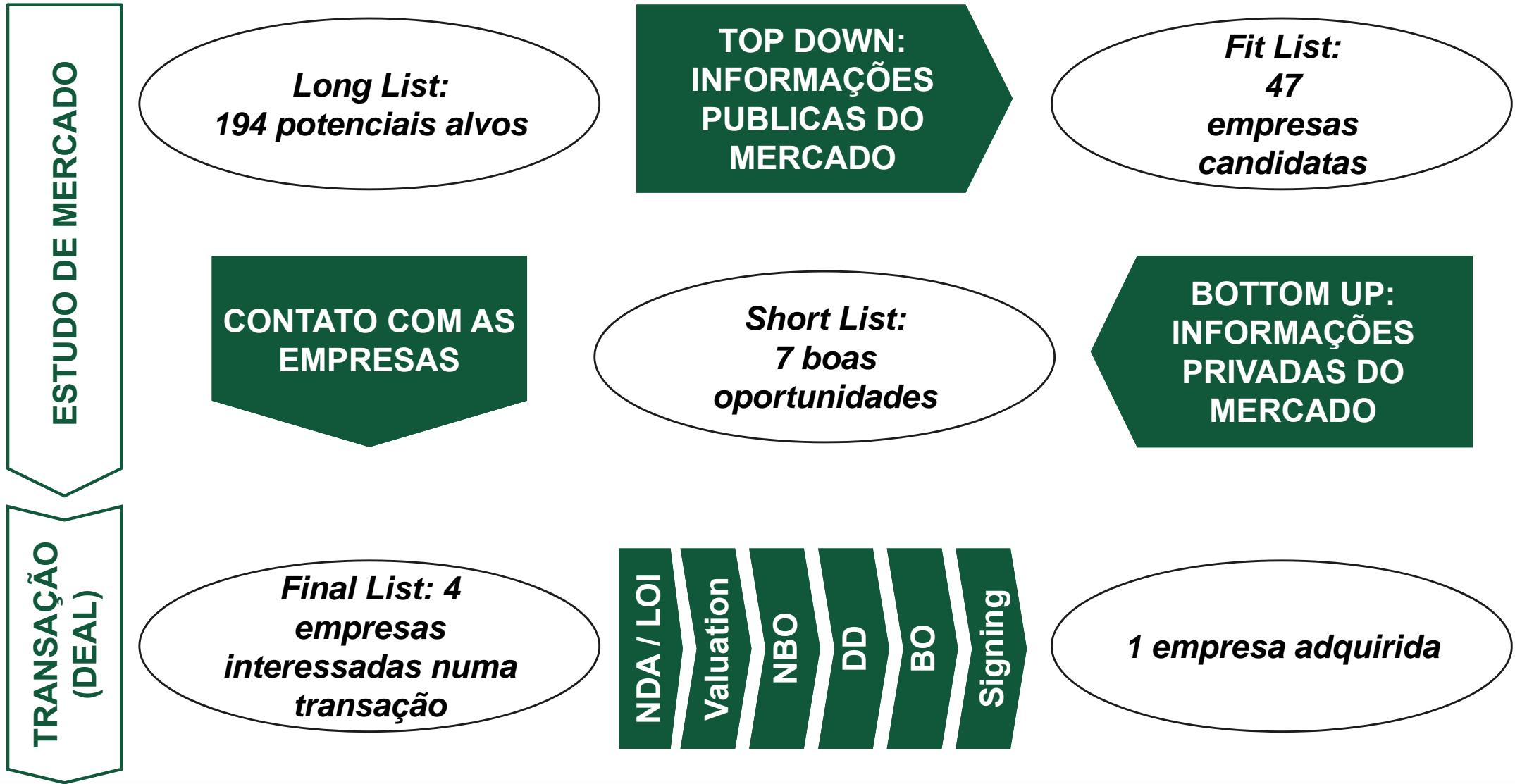
Tomar em conta que muitas transações não chegam ao final por inflexibilidade das partes nas negociações contratuais finais.

Contar com um bom escritório de advocacia, com experiência em F&A.

Continuar contando com o assessor financeiro até o final da transação, com o intuito de ajudar e complementar os advogados nos números da modelagem financeira, no histórico negocial, e nos detalhes da estruturação.

# O ESTUDO DE MERCADO É ESSENCIAL PARA MAPEAR AS MELHORES OPORTUNIDADES, E O “DEAL” PARA CONCRETIZÁ-LAS

## CASO REAL DE EMPRESA MULTINACIONAL ASSESSORADA PELA CI



# ÍNDICE

## Visão de mercado de F&A (Fusões e Aquisições)

### F&A no mercado farmacêutico brasileiro

- As últimas transações no segmento de saúde no Brasil
- Estratégia de expansão no Brasil das principais multinacionais

### Algumas dicas para otimizar a relação ganho/risco numa aquisição

- Comprador - Investidor
- Vendedor - Empresário

### Governança Corporativa e F&A: criação de valor via governança

# COMO EMPREENDEDORES BRASILEIROS PODEM AUMENTAR O GANHO NUMA VENDA DE EMPRESA OU PROJETO?

## ALGUMAS DICAS GERAIS

**Delegar a coordenação do processo de venda da empresa ou projeto em profissionais com experiência, reputação e competência. Ex: boutique ou banco de investimento**

- Um estudo da prestigiosa universidade INSEAD mostra que empresas de capital fechado são vendidas com deságio médio de 20% - 30% versus empresas cotadas <sup>(1)</sup>, e aponta como principal fator deste deságio a ausência de assessoramento financeiro adequado.
  - Estabelecer um processo competitivo é chave para obter o melhor resultado.
  - O processo de venda é sumamente complexo.
  - O investidor costuma comprar várias vezes no ano, e o vendedor realiza poucas transações na vida.
- Mesmo que o empreendedor tenha ampla experiência em F&A, “advogar em causa própria” não é a melhor opção.
  - Um profissional de F&A sabe que uma interação profissional e sem envolvimento emocional é fundamental para concretizar a melhor oferta.

**Deixar que o preço do projeto/empresa seja estipulado pelo mercado num processo competitivo**

- Em alguns casos o empreendedor perde o negócio porque quer um valor irreal.
- Em outros casos o empreendedor fecha com o primeiro investidor interessado e vende abaixo do valor de mercado.

**Terceirizar a coordenação do processo de venda com exclusividade**

- Única forma de preservar a reputação do sócio/empreendedor e de seu mandatado, evitando que o mesmo projeto seja apresentado várias vezes à mesma empresa, ou que sejam discriminados alguns investidores.

**Preparar a empresa para ser vendida desde já, e aproveitar para vender quando o mercado está aquecido.**

# CADA FASE DO PROCESSO DE VENDA AJUDA A OTIMIZAR O GANHO

## ALGUMAS DICAS EM CADA FASE DO PROCESSO DE VENDA

### Modelagem Financeira, Avaliação e Documentação

Elaborar uma modelagem financeira e uma documentação no padrão do mercado. Assim:

- Aumentará o número de ofertas e seus valores, pois o investidor enxergará profissionalismo e seriedade, e ainda simplificará seu processo de análise.
- Agilizará posteriores negociações, especialmente no que tange valores.

### Estruturação da Transação (Planejamento estratégico)

Conhecido o potencial preço de venda e os riscos do projeto ou empresa, é possível decidir qual a estrutura que maximiza o valor. Ex: Venda total ou parcial? Maioritária ou minoritária? Qual o perfil do investidor ideal? Fundo? Estratégico? Condições de pagamento? Quem fica com quais riscos?...

### Road Show (apresentação)

Apresentar profissionalmente o projeto nacional e internacionalmente aos potenciais investidores, estabelecendo um processo competitivo para encontrar as melhores ofertas.

Investidores estrangeiros com foco num ativo/ país, e que procuram crescimento no longo prazo, podem fazer melhores ofertas, pois tem motivações diferentes às estritamente financeiras.

### Recebimento de Ofertas Não Vinculantes e pré-seleção de candidatos

Para selecionar a melhor oferta é preciso avaliar não apenas o preço, também o perfil do investidor, sua velocidade e firmeza nos próximos passos, as condições de pagamento, sua reputação no mercado, etc.

### Due Diligence (DD)

A estratégia de DD, começa no primeiro dia do projeto, refletindo na modelagem financeira e na documentação a realidade do projeto para eliminar o risco de “surpresas”.

Este é o momento para envolver os advogados responsáveis do contrato, pois assim estarão ao mesmo nível de conhecimento que os advogados do investidor, que participam ativamente na DD.

### Recebimento de Oferta Vinculante

Quando o investidor sabe que “não está sozinho”, e a documentação inicial reflete a realidade do projeto, a Oferta Vinculante costuma ser muito similar à Oferta Não Vinculante.

### Assinatura do acordo (SPA, SLA, IA)

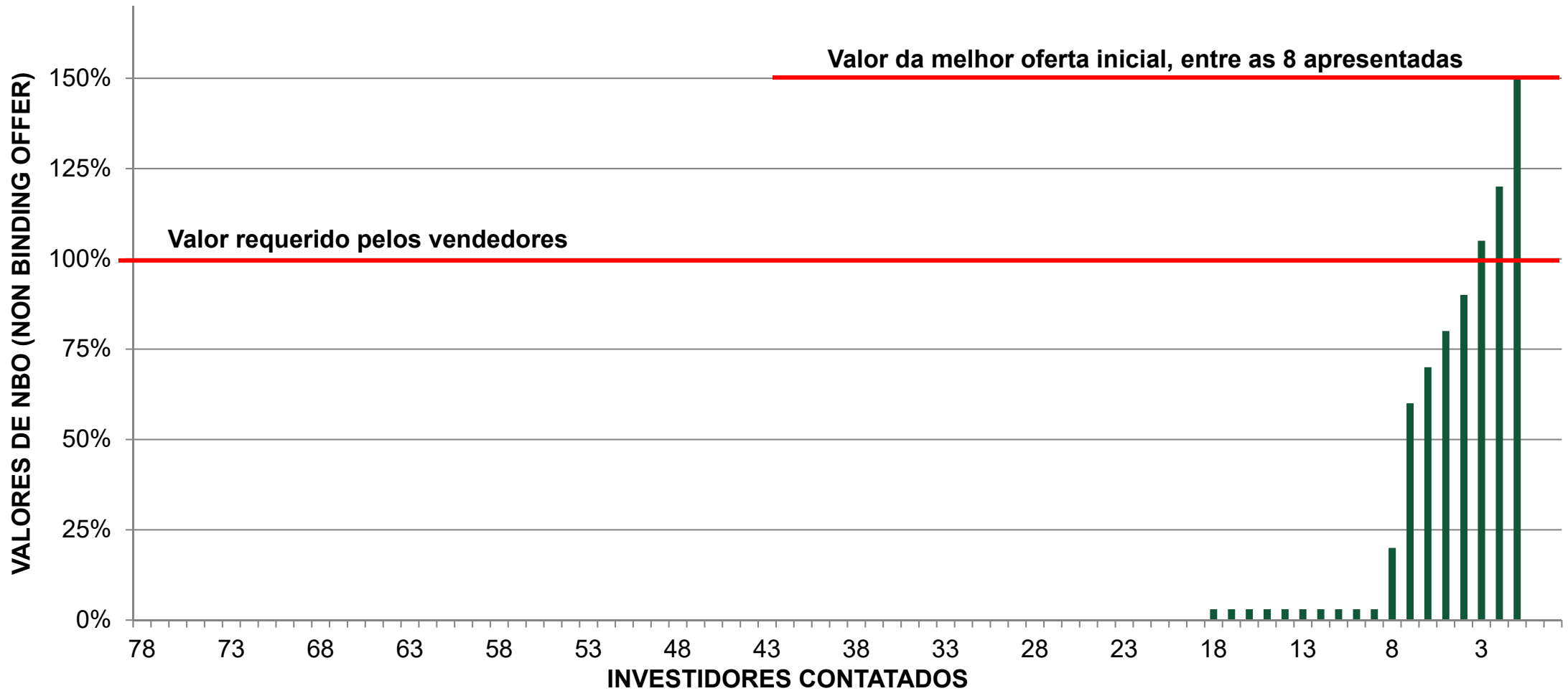
Tomar em conta que muitas transações não chegam ao final por inflexibilidade das partes nas negociações contratuais finais.

Contar com um bom escritório de advocacia, com experiência em F&A .

Contar com a boutique ou banco até o final da transação, com o intuito de ajudar e complementar os advogados nos números da modelagem financeira, no histórico negocial, e nos detalhes da estruturação.

# O ROAD-SHOW É CHAVE PARA OBTER AS MELHORES OFERTAS

## DISTRIBUIÇÃO REAL DE VALORES DE NBO NUMA VENDA ASSESSORADA PELA CI



# ÍNDICE

## Visão de mercado de F&A (Fusões e Aquisições)

### F&A no mercado farmacêutico brasileiro

- **As últimas transações no segmento de saúde no Brasil**
- **Estratégia de expansão no Brasil das principais multinacionais**

### Algumas dicas para otimizar a relação ganho/risco numa aquisição

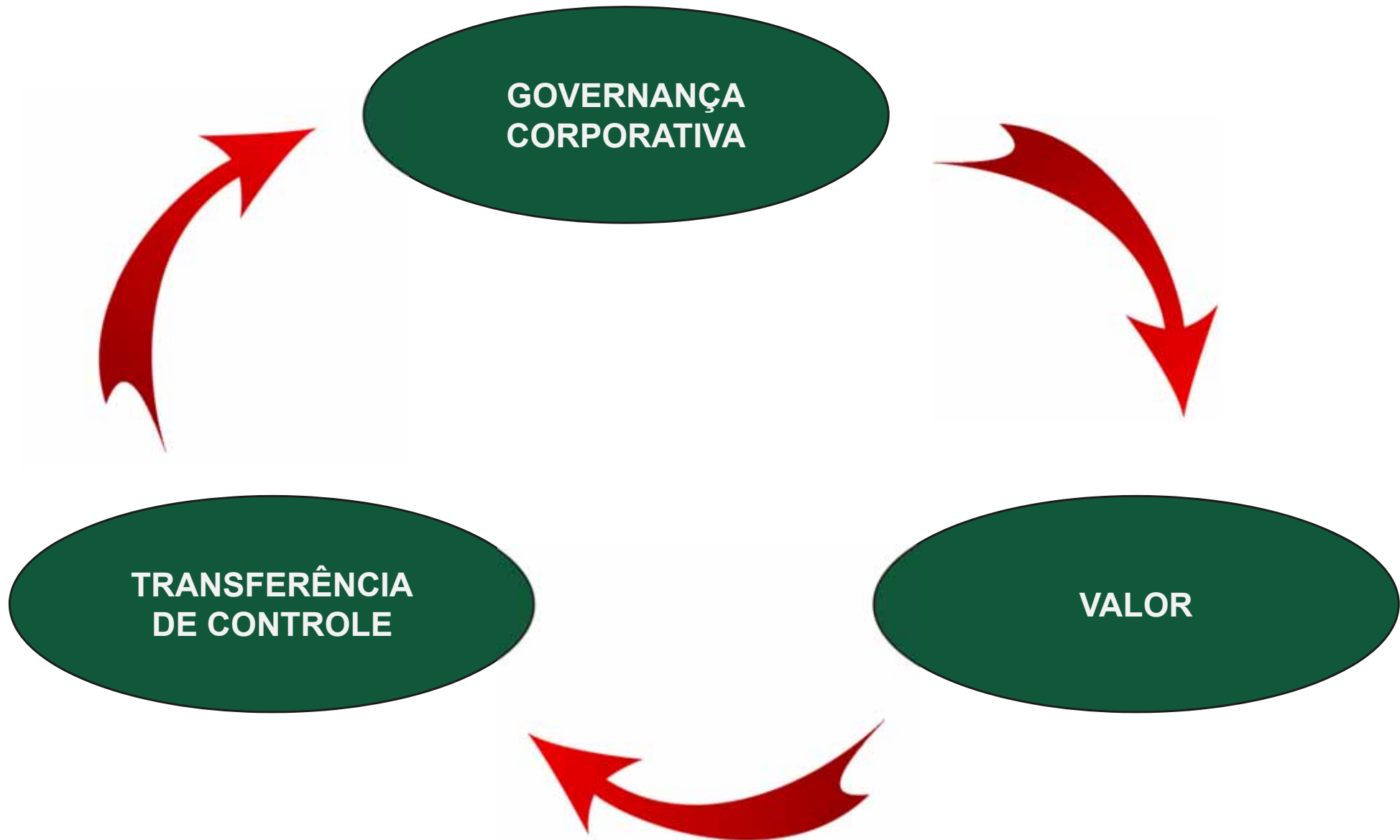
- **Comprador - Investidor**
- **Vendedor - Empresário**

**Governança Corporativa e F&A: criação de valor via governança**



# RELEVÂNCIA DA GOVERNANÇA NAS AQUISIÇÕES DE EMPRESAS

## O “MECANISMO” GOVERNANÇA-VALOR-F&A



# RELEVÂNCIA DA GOVERNANÇA NAS AQUISIÇÕES DE EMPRESAS

## ALGUMAS RELAÇÕES ENTRE GOVERNANÇA E F&A

Como a governança do “adquirente” impacta numa aquisição? Existe uma correlação positiva entre o retorno de uma aquisição e algumas características do adquirente:

- Ter um bom nível de governança (1)
- Separar a posição de CEO da posição de Presidente do Conselho (2)
- Atuar em indústrias competitivas (2)
- Não ter cláusulas “anti-takeover”

Como a diferença de níveis de governança entre empresas impacta numa aquisição?

- Quanto maior a diferença (positiva) entre o nível de governança do adquirente e do adquirido, maiores as sinergias criadas pela aquisição – efeito positivo de transferência de governança entre empresas (3)
- Empresas com pior governança, costumam ter pior gestão, e os acionistas tendem a querer vender suas participações, diminuindo seu valor e portanto criando a oportunidade para serem adquiridas por empresas de melhor governança/ melhor gestão (4)

Como a diferença de níveis de governança entre países impacta nas transações “cross border”?

- Nas aquisições “cross border”, quanto maior a diferença (positiva) entre o nível de governança do país do adquirente, e o país do adquirido, maior a criação de valor no mercado do adquirido (Tobin’s Q Market Ratio) – efeito positivo da transferência de governança entre países (5)

Como a governança do “Target” impacta numa aquisição?

- “Targets” com melhor governança, tendem a ter melhor gestão, são mais atrativas e recebem melhores ofertas de compra.
- Separação de gestão e controle facilita uma transição tranquila após uma aquisição (o PMI).
- Auditoria pre-aquisição por parte do adquirido, é fundamental para evitar “destruição de valor” após a Due Diligence.

(1) Neelam Rani, Urendra S. Yadav and P. K. Jain. Impact of corporate governance score on abnormal returns and financial performance of mergers and acquisitions

(2) (2) Ronald W. Masulis, Cong Wang, and Fei Xie. Corporate Governance and Acquirer Returns.

(3) Cong Wang and Fei Xie. Corporate Governance Transfer and Synergistic Gains from Mergers and Acquisitions

(4) Anant K. Sundaram. Mergers and Acquisitions and Corporate Governance.

(5) Arturo Bris, Christos Cabolis. Adopting Better Corporate Governance: Evidence from Cross—Border Mergers

# OBRIGADO!

[www.capitalinvest-group.com](http://www.capitalinvest-group.com)



**CAPITAL INVEST**

**M&A Advisors**



Instituto Brasileiro de  
Governança Corporativa