



**Estratégia de fusões e aquisições**

Caminhos para crescer em tempos desafiadores

Uma estratégia de aquisição ou desinvestimento seletivo pode diferenciar uma empresa da concorrência, ajudá-la a se capitalizar e consolidar a sua posição no mercado. No entanto, há cuidados a se observar para que as organizações potencializem os benefícios que essas atividades podem oferecer.

As incertezas no ambiente econômico nos últimos anos têm influenciado a percepção de risco dos investidores nacionais e internacionais. No entanto, é nos momentos difíceis que percebemos que aquelas empresas que dão um passo à frente e tomam uma decisão estratégica de aquisição ou desinvestimento seletivo destacam-se da concorrência e consolidam sua posição no mercado. O momento ainda é propício para que compradores ágeis adquiram empresas ou ativos e fiquem bem posicionados para prosperar na retomada econômica.

Usar a crise econômica para posicionar uma empresa para o crescimento pode parecer um movimento estratégico óbvio. Porém, as organizações que desejam se envolver em transações de fusões e aquisições (mergers and acquisitions; M&A na sigla em inglês) com empresas em dificuldades financeiras devem atuar com atenção às características e desafios únicos que estão normalmente presentes em um mercado difícil.

Observamos um número crescente de empresas recorrendo a processos de recuperação judicial, por exemplo, por meio do qual pretendem negociar uma solução para dívidas e passivos com várias categorias de credores. Na maioria das vezes, isso implica uma venda de parte da empresa ou linhas de negócios, segregadas em Unidades Produtivas Isoladas (UPIs), que são posteriormente oferecidas a

investidores conforme previsto na lei que trata dessa matéria.

As operações de fusões e aquisições decorrentes de venda de negócios em processos de recuperação judicial tendem a aumentar em um cenário de limitação de linhas de crédito no mercado local para refinanciamento de dívidas e de volatilidade cambial (que faz crescer de forma expressiva a dívida líquida de empresas que captaram recursos em moeda estrangeira no passado, e que não estão tendo geração de caixa para fazer frente ao pagamento do serviço da dívida).

Esses fatores têm levado empresas de vários setores, como agronegócio, óleo e gás, commodities e manufatura, entre outros, a buscar proteção no instrumento da recuperação judicial, para tentar renegociar passivos, realizar desinvestimentos e equacionar sua posição econômico-financeira. Nesse momento, surgem oportunidades de aquisição por parte de investidores locais e estrangeiros, e também por fundos de investimento especializados em distressed assets.

Outro efeito colateral de momentos econômicos conturbados é o aumento no número de venda de divisões de negócios de empresas envolvidas em investigações do Ministério Público e de empresas com queda na geração de caixa e dificuldade de honrar dívidas ou alongar seu vencimento, devido à escassez de crédito bancário e

à dificuldade de captação de recursos via mercado de ações.

A necessidade de otimizar a geração de caixa para compensar queda nas vendas e atender compromissos financeiros tem feito as empresas repensarem de forma estratégica seu portfólio de ativos, visando se concentrar naquilo que é o seu core business. O caixa obtido com a venda de ativos não essenciais tem sido usado pelas empresas para reestruturação operacional e financeira e reinvestimento em suas operações principais.

#### **Realinhamento de portfólio**

O realinhamento de portfólio está se tornando um imperativo de negócios por uma série de razões. Algumas empresas

É nos momentos difíceis que percebemos que aquelas empresas que dão um passo à frente e tomam uma decisão estratégica de aquisição ou desinvestimento seletivo destacam-se da concorrência e consolidam sua posição no mercado.

que não reestruturaram seu portfólio antes de períodos de recessão têm se mostrado relutantes ou incapazes de abrir mão de negócios que não agregam valor. Hoje, essas empresas podem estar enfrentando problemas de crescimento e rentabilidade devido a operações extremamente complexas, a um desempenho irregular e à necessidade de melhorias fundamentais no perfil do negócio.

Certas empresas venderam ativos de baixo desempenho para levantar fundos durante momentos de crise, mas utilizaram os recursos obtidos de forma ineficaz. Agora, percebem que não estão bem posicionadas para enfrentar mudanças nas condições da economia e do crédito. Por fim, outras empresas veem o realinhamento de portfólio como parte de um processo mais amplo e em curso de revitalização, agregando novos ativos e desfazendo-se de ativos antigos para enfrentar a globalização e a migração do valor, ou ainda para se alinhar a uma nova visão corporativa.

O processo de realinhamento de portfólio de uma empresa deve começar com uma visão de onde se quer chegar; ou seja, saber o que seria um conjunto ótimo de ativos. Esse “portfólio ideal” deve ser adaptado às metas e aspirações da empresa, equilibrando três características: solidez estratégica, agregação de valor e resiliência.

### **Bens de consumo**

Entre os setores que observamos esse processo está o de bens de consumo, com empresas vendendo suas marcas não essenciais. Os impulsionadores mais comuns desse movimento são a decisão de concentrar os recursos em marcas, segmentos ou mercados essenciais ou produtos de maior margem de lucro, o desejo de desfazer-se de marcas não essenciais provenientes de uma aquisição anterior, a necessidade de atender às novas tendências de consumo, a pressão para melhorar o retorno ao acionista e a tentativa de levantar capital para pagar

## **Em sua estratégia de aquisição ou desinvestimento, as empresas devem considerar:**

1. Empregar uma abordagem holística e contar com uma liderança executiva forte é essencial, pois estão envolvidas questões como propriedade de ativos e elementos específicos de estratégia corporativa.
2. Garantir uma perspectiva imparcial, externa e voltada para o setor em questão pode ser útil e decisivo. Não deve haver uma classificação preliminar de “negócios sagrados” e “negócios irrelevantes”. Pré-concepções, históricos pessoais e parcialidade costumam ser obstáculos para o sucesso.
3. Buscar uma mudança transformacional, em detrimento de uma mudança incremental, é imperativo. O realinhamento de portfólio não trata apenas da limpeza de ativos; deve ser orientado por uma estratégia que abranja toda a empresa com vistas ao crescimento e à renovação.
4. Utilizar estimativas bem fundamentadas contribui para a tomada de decisões estratégicas. A precisão nem sempre é possível, então esteja preparado para várias tentativas antes de obter dados “corretos” e representativos. Exemplos comprováveis da eficácia de cada solução recomendada podem fortalecer a proposta.

dívidas ou financiar crescimento futuro de marcas específicas ou aquisições estratégicas.

Um impulsionador cada vez mais visível é o foco em maximizar o valor global para o acionista, concentrando-se nos seus produtos essenciais e “megamarcas” e, ao mesmo tempo sair de linhas de negócios ou descartar marcas de menor volume e baixo desempenho. Alienar esses ativos não essenciais pode não somente aumentar a flexibilidade estratégica e financeira, como também permitir aos vendedores concentrar a atenção e alocar mais recursos para a atividade principal. Além disso, as empresas podem redirecionar seu portfólio de produtos e sua presença geográfica, vendendo marcas ou abandonando linhas de produtos que têm bom desempenho, mas não são necessariamente vistas como uma oferta essencial no futuro.

Importante também mencionar que a persistência de uma desaceleração econômica leva muitos consumidores a reavaliar suas preferências de marca e mudar seus hábitos de consumo, o que pode afetar negativamente as receitas e a participação de mercado das marcas e levar as empresas de bens de consumo a considerar potenciais desinvestimentos.

### **Diferentes respostas à crise**

Mesmo em circunstâncias normais, a dinâmica das operações de M&A varia amplamente de um negócio para outro, particularmente em termos de compradores disponíveis, prazo para fechar uma transação, complexidade do negócio e partes envolvidas. Quando se trata de empresas em dificuldades, essa dinâmica pode ficar ainda mais complexa – muito mais em um mercado em crise do que em um mercado estável.

## Aquisição de negócios – saudáveis ou em crise

**Compradores potenciais.** Mercados e negócios saudáveis tendem a favorecer o vendedor, e atraem um grupo maior de compradores estratégicos e financeiros. A vantagem do vendedor, no entanto, se deteriora à medida que a empresa passa de “saudável” para uma empresa “em crise”, e quem se beneficia é o comprador. Contudo, nem todo comprador tem a capacidade ou o desejo de lidar com um alvo problemático, e muitos compradores estratégicos e financeiros considerarão somente transações com empresas saudáveis. Em consequência, a concorrência se reduz e pode dar aos compradores maior vantagem nas negociações quando se trata de um alvo em crise.

**Prazo do negócio.** Esse mesmo raciocínio se aplica em relação ao prazo. Em uma situação estável, o vendedor pode acelerar ou estender o prazo para atender seus objetivos de transação. Por exemplo, o vendedor pode acelerar o processo para limitar o prazo dado aos compradores potenciais para analisar as conclusões da due diligence. Inversamente, o cronograma da transação pode ser estendido se a administração divulgar antecipadamente resultados sólidos que reflitam favoravelmente no valor do negócio. Em negócios em crise, o valor se corrói à medida que o tempo passa e a flexibilidade é prejudicada.

Embora o prazo para concluir aquisições de empresas saudáveis não seja tão previsível como antes, transações com empresas em dificuldades podem envolver uma due diligence mais rigorosa e demorada, de modo a avaliar a real capacidade de recuperação da empresa ao longo do tempo.

## Atributos do negócio

Além da dinâmica determinada pela saúde da empresa-alvo, três outros atributos essenciais das transações de M&A podem afetar a conclusão do negócio. Como comprador em um mercado em crise, ter acesso a informações detalhadas, analisar potencial de criação de valor e ponderar risco e retorno para manter vantagem competitiva se torna ainda mais importante.

**Acesso à informação.** As transações de M&A são um processo de descoberta, de descobrir os riscos, as oportunidades e validar as premissas que sustentam o valor potencial do negócio. Para esse fim, o vendedor deve estar inclinado a fornecer informações necessárias para convencer os potenciais compradores a oferecer o preço mais alto possível.

Compartilha-se informações suficientes para que um comprador possa compreender as vantagens do negócio e pesar estratégias para mitigar as desvantagens. A *due diligence* do comprador e a negociação do contrato de compra e venda, especialmente no que diz respeito a declarações e garantias, são elementos fundamentais no processo.

Em situações de crise, o vendedor tem menos opções e pode ter que ser mais aberto em termos do tipo e detalhamento das informações que irá disponibilizar durante as negociações com o comprador.

**Criação de valor.** Com as informações do vendedor, um potencial comprador pode começar a identificar oportunidades para a criação de valor no negócio. Se o vendedor for uma empresa saudável, o comprador procurará meios de manter e consolidar a plataforma de crescimento atual. Para alvos em crise, valor só pode ser criado alterando

práticas históricas, tais como estrutura de custos, modelo de negócio, gestão ou uma combinação desses e outros fatores. Além de usar estratégias para criação de valor, muitas vezes alguns ajustes são voltados ao balanço: reperfilamento de dívida e adequação de capital de giro.

**Risco versus retorno.** Em termos do risco versus o retorno de um negócio, há um forte contraste entre situações saudáveis e de crise. Nas aquisições saudáveis, a presunção é geralmente um preço justo atrelado a retornos moderados. Com empresas em crise, os preços podem ser menores e os retornos potenciais mais elevados. Dados os perfis de risco diferentes, o risco de execução torna-se muito mais proeminente em M&A envolvendo empresas em crise, devido às mudanças operacionais necessárias.

## O papel essencial da due diligence

A arte do negócio de M&A depende em grande parte da capacidade da empresa adquirente em “descascar” as camadas da empresa-alvo para saber qual é a verdadeira essência do negócio abaixo da superfície. Isso é verdade em negócios saudáveis, mas é especialmente importante em negócios envolvendo empresas em crise. Como o paradoxo de risco/retorno é tão diferente em mercados estáveis versus mercados em crise, uma due diligence minuciosa é ainda mais importante quando se trata de uma transação problemática. Questões que podem não ser motivo de grande preocupação em uma empresa saudável podem ser fatores cruciais ao considerar uma empresa em crise.

Compreender o panorama e a estabilidade do setor é essencial para qualquer negócio de M&A. Existe expectativa de crescimento

Mesmo em circunstâncias normais, a dinâmica das operações de M&A varia amplamente de um negócio para outro, particularmente em termos de compradores disponíveis, prazo para fechar uma transação, complexidade do negócio e partes envolvidas.

## É preciso ter uma dose adequada de realismo nas transações de M&A. Ser capaz de identificar problemas, aproveitar as oportunidades e ter uma visão clara do todo pode ser o atributo mais valioso.

de mercado para os produtos ou serviços da empresa? Como está consolidado o setor? Uma maior consolidação pode ajudar a aliviar a pressão da concorrência? Além disso, olhe bem quem são os potenciais vencedores e perdedores.

Na cadeia de valor do setor, quem tem a vantagem? Obter uma compreensão dessas dinâmicas ajuda a ter uma lente para analisar as projeções financeiras do alvo de M&A e compreender a verdadeira essência do negócio ou dos ativos.

Entre os muitos fatores a examinar em qualquer transação de M&A, um dos mais críticos talvez seja a qualidade dos lucros e fluxo de caixa da empresa, além das tradicionais questões trabalhistas, fiscais, ambientais e legais.

Um ponto importante a destacar é que os processos de diligência nas aquisições têm se prolongado mais do que no passado, e passaram a incorporar de forma mais contundente aspectos da Lei Anticorrupção e também uma análise mais detalhada do desempenho esperado da empresa alvo nos próximos anos, tendo em vista o grau de exposição do seu setor de atuação em relação a situação econômica do país, a globalização e a tecnologias disruptivas. Essa análise influencia a precificação dos ativos e a negociação entre comprador e vendedor, alongando o prazo de fechamento das transações.

### Oportunidades e armadilhas

É preciso ter uma dose adequada de realismo nas transações de M&A. Ser capaz de identificar problemas, aproveitar as oportunidades e ter uma visão clara do todo pode ser o atributo mais valioso.

A falta de realismo pode destruir a longo prazo o potencial de qualquer empresa – saudável ou em crise. Há uma razão para uma empresa estar em dificuldade. Compradores eficientes devem conhecer os setores em que desejam atuar, identificando empresas que possam ser alvos adequados e elaborando uma estratégia de aquisição que considere os melhores, os piores, e os resultados moderados.

Quando compradores “apostam no cavalo errado”, podem ter que enfrentar uma miríade de desafios da empresa adquirida, incluindo:

- Um ramo ou negócio em declínio a longo prazo;
- Nenhuma visão ou estratégia de sucesso passível de ser implementada;
- Longos períodos de investimento para recuperar competitividade;
- Cultura, valores ou competências básicas deterioradas.

Além disso, a disponibilidade de financiamento para uma aquisição pode ser um obstáculo significativo, especialmente em um ambiente de crédito volátil. O acesso a financiamento ou capital próprio pode ser a diferença entre fechar o negócio ou ver um concorrente levar o prêmio.

### Olhar pelo lado positivo

Manchetes sobre a situação macroeconômica são sempre foco de atenção. Porém, existem muitas oportunidades para criar valor e construir riqueza. Quem estiver preparado para otimizar seu portfólio de ativos e adquirir empresas em linha com sua estratégia de longo prazo pode obter retornos significativos ao longo de diferentes ciclos econômicos.

## Contato

**Reinaldo Grasson**  
Sócio da área de Financial Advisory  
da Deloitte  
[rgoliveira@deloitte.com](mailto:rgoliveira@deloitte.com)

A Deloitte refere-se a uma ou mais entidades da Deloitte Touche Tohmatsu Limited, uma sociedade privada, de responsabilidade limitada, estabelecida no Reino Unido (“DTTL”), sua rede de firmas-membro, e entidades a ela relacionadas. A DTTL e cada uma de suas firmas-membro são entidades legalmente separadas e independentes. A DTTL (também chamada “Deloitte Global”) não presta serviços a clientes. Consulte [www.deloitte.com/about](http://www.deloitte.com/about) para obter uma descrição mais detalhada da DTTL e suas firmas-membro.

A Deloitte oferece serviços de auditoria, consultoria, assessoria financeira, gestão de riscos e consultoria tributária para clientes públicos e privados dos mais diversos setores. A Deloitte atende a quatro de cada cinco organizações listadas pela Fortune Global 500®, por meio de uma rede globalmente conectada de firmas-membro em mais de 150 países, trazendo capacidades de classe global, visões e serviços de alta qualidade para abordar os mais complexos desafios de negócios dos clientes. Para saber mais sobre como os cerca de 264.000 profissionais da Deloitte impactam positivamente nossos clientes, conecte-se a nós pelo Facebook, LinkedIn e Twitter.

