



THE BOSTON CONSULTING GROUP

M&A “Made in Brazil”

*Análise da Geração de Valor em Duas Décadas
de Fusões e Aquisições no Brasil*

Masao Ukon, Jean Le Corre, Marcus Ayres, Paula Jorge

Setembro de 2017

DESTAQUES

O Brasil passou por profundas transformações político-econômicas, nos últimos 20 anos, que impactaram a atividade de fusões e aquisições no país.

FUSÕES E AQUISIÇÕES EM FRANCA EVOLUÇÃO

O diagnóstico da geração de valor dos últimos 20 anos no Brasil mostra um importante aumento da atividade de Fusões e Aquisições no Brasil entre 1995 e 2016, com crescimento de 4 vezes no número e volume de transações (em Reais constantes)

RECORRÊNCIA E TIMING SÃO IMPORTANTES FATORES DE GERAÇÃO DE VALOR EM M&A

A análise do nível de retorno das transações em diferentes momentos e realizadas por diferentes perfis de Adquirentes indica dois fatores consistentes de geração de retornos superiores: recorrência de transações e *timing*.

TRÊS FATORES-CHAVE PARA UMA TRANSAÇÃO BEM-SUCEDIDA

Preparação para a transação, proximidade com o vendedor e envolvimento sênior no processo de integração foram elementos de sucesso apontados por executivos para a geração de valor via Fusões e Aquisições.

OS ÚLTIMOS 20 ANOS marcam um período de profundas transformações, tanto no cenário internacional quanto na economia brasileira. A abertura dos mercados mundiais e a terceirização da manufatura pelos países desenvolvidos criaram um ambiente propício ao crescimento de diversos países emergentes, em especial na Ásia. Nesse período, a China surge como potência econômica global, tornando-se líder em exportações e desenvolvendo um dos maiores mercados consumidores do mundo.

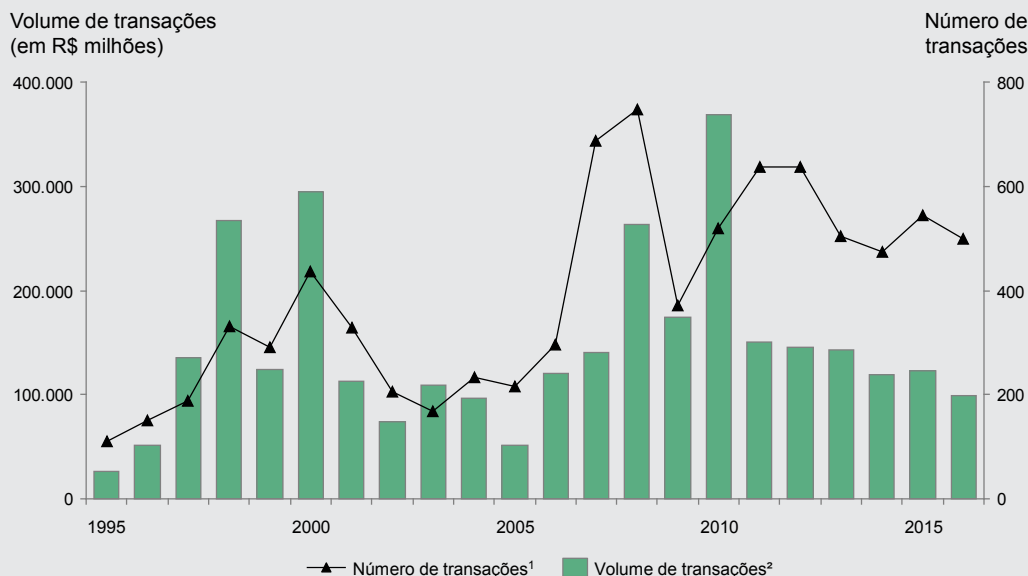
Além disso, políticas de liberalização econômica e globalização pelos países desenvolvidos dinamizaram os mercados financeiros internacionais, que experimentaram um ciclo de crescimento interrompido apenas pelo colapso do mercado imobiliário norte-americano que culminou na crise financeira global de 2008. No âmbito nacional, as reformas econômicas e políticas iniciadas com o Plano Real criaram um ambiente de negócios favorável ao investimento, com estabilidade fiscal e inflacionária e abertura de mercados anteriormente controlados pelo governo. Nesse período, o país viveu um forte ciclo de crescimento econômico, com aumento do poder aquisitivo e ascensão de uma nova classe média brasileira. Mais recentemente, o fim do superciclo das *commodities* decorrente da queda da demanda chinesa e crescente intervenção governamental levaram o Brasil a um processo recessivo que reverteu boa parte dos avanços alcançados, suscitando a atual discussão de novas reformas políticas para a retomada de um ambiente econômico positivo.

No período de 1995 a 2016 a atividade de Fusões e Aquisições (M&A, da sigla em inglês para *Mergers and Acquisitions*) no Brasil se intensificou no número de transações, com crescimento superior a 4 vezes no período, e no volume de transações, com aumento real de aproximadamente 4 vezes em moeda local (Figura 1 - página 4). O aquecimento do mercado, condições econômico-financeiras favoráveis e a entrada de investidores sofisticados criaram um ambiente propício ao aumento não só do número de transações, mas também do seu tamanho e complexidade. Elevaram-se nesse período as “supertransações” no Brasil (aqui definidas como as com valor superior a US\$5 Bilhões), sendo que entre 2007 e 2012 estas chegaram a responder por 25% de todo o volume de M&A no país.

A evolução do mercado brasileiro de Fusões e Aquisições nas duas últimas décadas é nítida, o que naturalmente leva a alguns questionamentos. Teriam estas transações gerado valor efetivo para os investidores? Se sim, quais fatores contribuíram para essa geração de valor? Se não, o que pode ser feito diferente no futuro?

O aquecimento do mercado, condições econômico-financeiras favoráveis e a entrada de investidores sofisticados criaram um ambiente propício ao aumento não só do número de transações, mas também do seu tamanho e complexidade

FIGURA 1 | Atividade Crescente de M&A no Brasil, com Ciclos Evidentes em Número e Volume de Transações



Fonte: ThomsonONE; análise BCG. **Nota:** Apenas transações finalizadas foram incluídas. Dados referem-se ao fechamento da transação
¹Número total de transações, incluindo aquelas com e sem valor divulgado. ²Volume de transações se refere apenas a transações com valor divulgado, o que totaliza cerca de 40% de todas as transações. Volume de transações em moeda real (Reais de 2016 corrigidos pela inflação).

Para responder a essas perguntas analisamos mais de 1.100 transações realizadas nesse período por 217 empresas listadas na BM&F/Bovespa, buscando entender o papel das Fusões e Aquisições na geração de valor para o acionista.

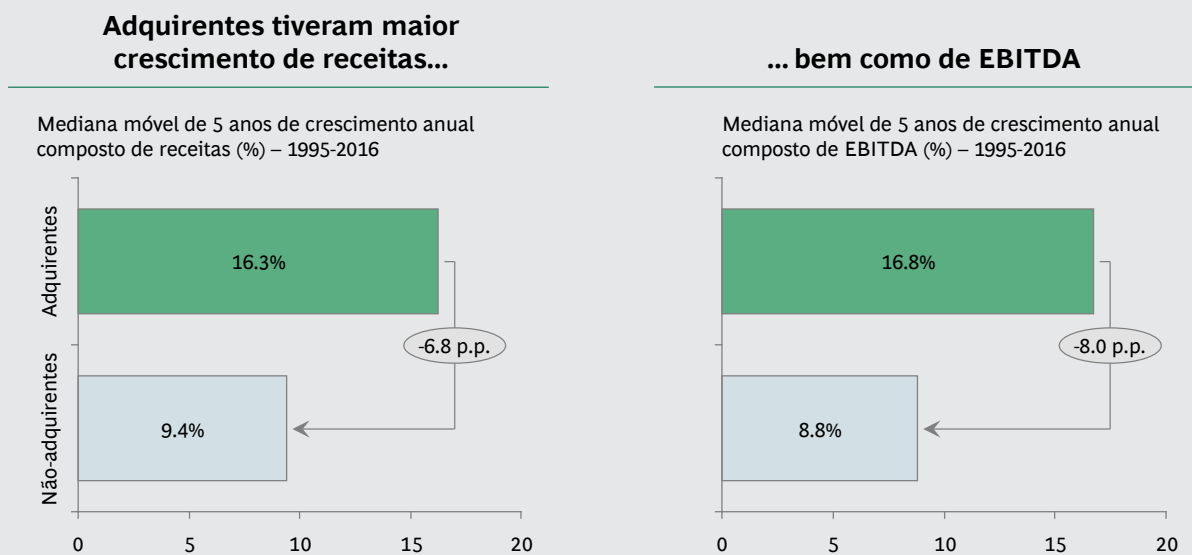
Impacto de M&A no Crescimento de Receitas e Lucros

A geração de valor medida pelo Retorno Total ao Acionista (TSR, na sigla em inglês) depende essencialmente do crescimento de lucros, da avaliação dos investidores sobre os impactos das políticas de gestão da empresa – geralmente refletida nos múltiplos de avaliação da mesma – e das políticas financeiras da gestão sobre endividamento, dividendos, emissão e recompra de ações. Em estudos anteriores, o crescimento de receitas e lucros foram identificados como as principais alavancas de geração de valor para empresas no longo prazo. Analisar como as Fusões e Aquisições influenciam essas dimensões de performance, portanto, é elemento essencial ao nosso estudo.

A Figura 2 ilustra que as empresas que se engajaram em M&A no período em análise (Adquirentes¹) apresentaram, em média, crescimento superior de receita e resultado – medidos aqui pelo Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (EBITDA, na sigla em inglês) – quando comparadas a empresas que focaram exclusivamente em crescimento orgânico. Mais ainda, o crescimento de resultados dos Adquirentes se mostrou superior ao crescimento de receitas no

¹ Para fins deste estudo, “Adquirentes” designa empresas que se engajaram em ao menos uma fusão e/ou aquisição no período de janeiro de 1995 a dezembro de 2016; as demais são chamadas de “Não-Adquirentes”

FIGURA 2 | Adquirentes Expandiram Receitas e EBITDA Mais Rápido que Empresas Focadas em Crescimento Orgânico



Fonte: Thomson; Economática; Análise BCG. Nota: Esta análise contém todas as transações nas quais o adquirente estava listado na bolsa de valores brasileira. Ela exclui companhias de serviços financeiros.

período, o que significa uma melhora nas margens de lucros em geral dessas companhias, enquanto as empresas Não-Adquirentes observaram o efeito inverso entre crescimento de receitas e lucros, o que nos permite inferir que reduções de margens de lucro foram mais frequentes nesse grupo.

Naturalmente, cabe a reflexão se esses crescimentos diferenciados de receitas e lucros se traduziram em retornos superiores para os acionistas dos Adquirentes, afinal, fatores como excesso de alavancagem e altos preços de aquisição de companhias podem neutralizar ou mesmo sobrepujar o efeito positivo do crescimento de receitas e lucros na geração de valor. O que se verifica no período é que o TSR mediano dos Adquirentes em diferentes períodos de 5 anos entre 1995 e 2016 foi 3,2 p.p. superior ao dos Não-Adquirentes (17,9% versus 14,6%, respectivamente) – uma diferença significativa, mas menos contrastante do que as observadas nos crescimentos de receitas e lucros.

Além disso, em pouco mais de 30% dos períodos de 5 anos analisados, a mediana do TSR dos Adquirentes foi inferior à dos Não-Adquirentes – para comparação, na análise de crescimento de receitas e lucros, este não ocorreu em nenhum dos períodos de 5 anos analisados. Assim, ainda que o crescimento de lucros por aquisições tenha se mostrado uma estratégia eficiente para as empresas brasileiras nos últimos 20 anos, fatores endógenos e exógenos exercem papel importante sobre as companhias na geração de valor para o acionista. É oportuno trazer, portanto, uma análise de quais desses fatores podem ser ativamente geridos pelas empresas e quais devem ser monitorados visando garantir aumento do retorno ao acionista.

Empresas que se engajaram em M&A entre 1995 e 2016 apresentaram crescimento superior de receita e EBITDA quando comparadas a empresas que focaram exclusivamente em crescimento orgânico

A Prática Leva à Perfeição

Estudo global do BCG de 2014 (*From Buying Growth to Building Value – Increasing Returns with M&A*) já apontava que, em geral, estratégias de geração de valor por meio de fusões e aquisições se beneficiam da recorrência de transações por um mesmo Adquirente. Nossa análise mostra que essa realidade não é diferente para as empresas brasileiras e, de fato, a recorrência é um dos fatores endógenos mais relevantes para a geração de valor via M&A no período analisado. Dividindo-se os Adquirentes segundo o nível de atividade de M&A das empresas (“*One-timers*”², “Compradores Ativos” e “Adquirentes Seriais”, em ordem crescente de atividade), verificam-se diferenças significativas de performance entre os grupos:

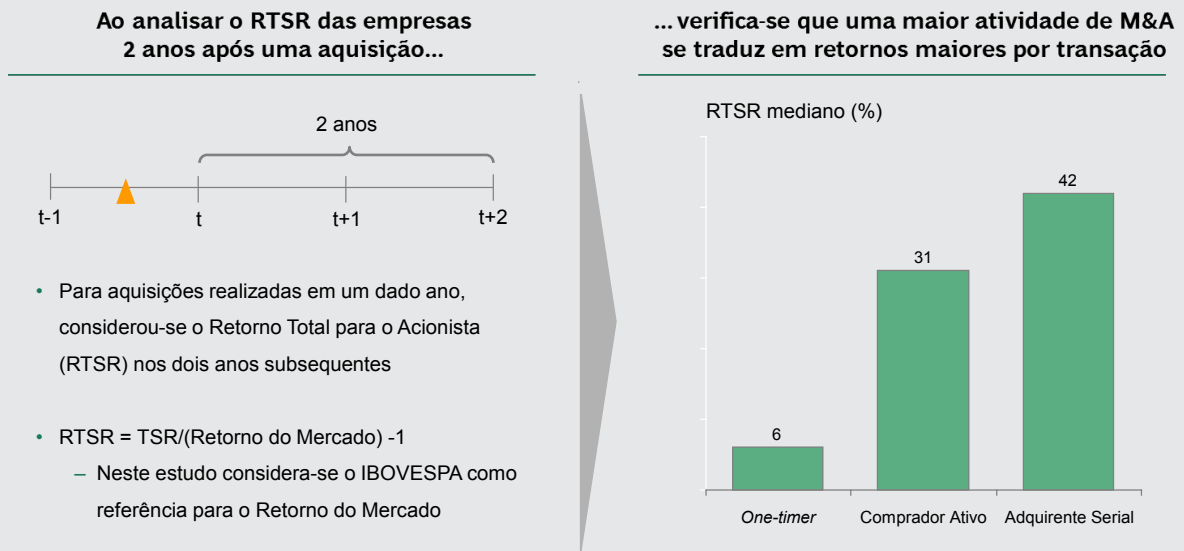
- **Crescimento de receitas e EBITDA:** ao analisar a evolução de receitas e lucros das empresas no período de 2001 a 2016 (para isolar efeitos da crise de 1999-2000), verificou-se que Adquirentes Seriais e Compradores Ativos tiveram mais que o dobro do crescimento de receitas e EBITDA dos Não-Adquirentes. Nesse mesmo período, *One-timers* tiveram resultados muito semelhantes aos dos Não-Adquirentes, com crescimento de receita apenas 7% superior no período e lucros bastante voláteis – de fato, em pouco mais da metade dos anos analisados, o crescimento de EBITDA dos *One-timers* foi superior ao dos Não-Adquirentes.
- **Geração de valor para o acionista:** como previamente discutido, Adquirentes apresentaram geração de valor, medida pelo TSR, superior aos Não-Adquirentes no período entre 1995 e 2016. No entanto, a análise agregada não evidencia o efeito da recorrência de aquisições sobre a performance das empresas e, ainda, se há um benefício da experiência sobre as aquisições *individualmente*. Portanto, analisamos o retorno total para o acionista que excede o índice de ações de referência (RTSR, na sigla em inglês) nos dois anos seguintes a uma aquisição, isolando assim efeitos externos que afetam o mercado de ações como um todo. A Figura 3 (página 7) mostra não apenas que os Adquirentes tiveram performance superior ao mercado para o período de análise, mas também que as empresas que mais efetuaram aquisições tiveram maior RTSR em cada aquisição. Potenciais explicações para tais retornos diferenciados residem não apenas na maior experiência da equipe interna em avaliar e executar as aquisições, como também no fato de que Compradores Ativos e Adquirentes Seriais frequentemente aderem ao plano de *Buy and Build*. Nessa estratégia, uma plataforma de investimentos é adquirida com o objetivo de consolidar um mercado ou integrar diferentes segmentos de atuação, beneficiando-se das sinergias do processo.

A Importância do Timing

Um dos principais fatores exógenos que determinam o sucesso de uma estratégia de M&A é o momento em que as transações são realizadas – aquisições a avaliações elevadas baseadas em teses de crescimento podem destruir valor apesar das perspectivas de crescimento da companhia, bem como “pechinchas” podem se

² “*One-timers*” designa empresas que fizeram de 1 a 5 aquisições entre 2001 e 2016; “Compradores Ativos” efetuaram de 3 a 10 aquisições em um período de 10 anos ou 6 a 14 aquisições entre 2001 e 2016; “Adquirentes Seriais” realizaram mais de 10 aquisições em um período de 10 anos ou mais de 15 aquisições entre 2001 e 2016.

FIGURA 3 | Maior Intensidade da Atividade de M&A Influencia Positivamente o Retorno Individual das Aquisições



Fonte: ThomsonONE; Economática; análise BCG. **Nota:** Esta análise se baseia em 373 casos responsáveis por 720 transações envolvendo 195 companhias entre 2001 e 2013. As transações de 2014 e 2015 não foram incluídas no período recortado para o cálculo do TSR. ¹RTSR: Retorno relativo anual total ao acionista (relative annual total shareholder return) entre o fim do ano anterior à aquisição e o fim do ano posterior à aquisição. O IBOV foi utilizado como índice de referência.

revelar investimentos equivocados se não entregarem a rentabilidade esperada. Assim, ainda que não se possa controlar os humores do mercado, saber identificar o momento correto de efetuar uma estratégia de aquisições é alavanca crucial para a geração de valor.

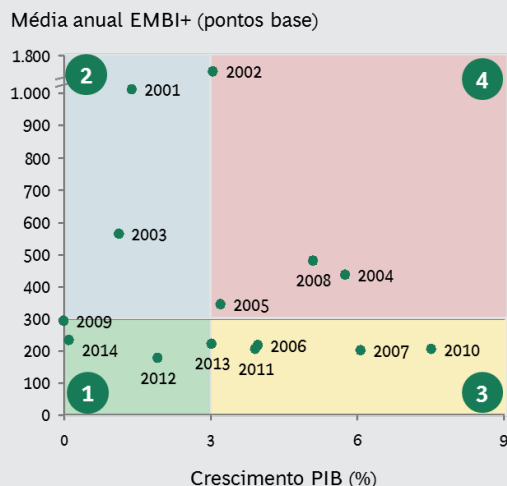
Como na análise prévia do impacto da recorrência sobre o RTSR das transações, observou-se como estas geraram valor para os acionistas das Adquirentes em diferentes ambientes de mercado. Os anos em que as aquisições ocorreram foram classificados em quatro grupos de acordo com o crescimento do PIB e o risco-país médio (medido pelo EMBI+) do referido ano, e então avaliou-se a mediana de retornos das transações em cada um desses grupos (Figura 4 - página 8). Verificou-se que aquisições em anos de baixo crescimento do PIB (menor que 3%) apresentaram retornos melhores que aquelas ocorridas em anos de forte crescimento, e que, em uma mesma faixa de crescimento, aquisições em anos com risco-país baixo (menor que 300 pontos base) tiveram os melhores retornos.

Uma possível interpretação desses resultados relaciona ambos os parâmetros com as diferentes expectativas dos agentes de mercado:

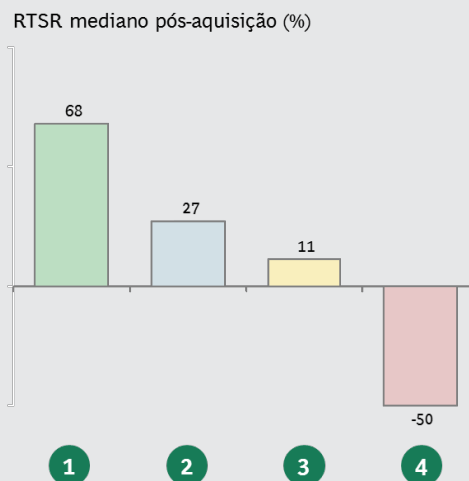
- O risco-país, como medido pelo EMBI+, é um reflexo da expectativa dos investidores do risco relativo de crédito do Brasil. O risco de crédito se relaciona com a capacidade do governo de honrar o pagamento dos títulos emitidos, o que demanda, entre outros fatores, um cenário econômico positivo para o país – assim, o EMBI+ mede indiretamente a capacidade de crescimento das empresas

FIGURA 4 | Ambiente de Mercado é um Fator Importante para uma Estratégia de M&A

Segmentando-se os anos de análise pelo crescimento do PIB e o risco-país...



... evidencia-se a oscilação do RTSR das transações com as condições de mercado



Fonte: Exhibit ThomsonONE; Economatica; análise BCG.

como um todo. Como o crescimento está relacionado com a capacidade de geração de valor futura, o entendimento natural é de que os anos seguintes àqueles em que o risco-país é percebido como alto devem, na média, apresentar maiores desafios para a geração de valor.

- Em uma aquisição, o valor de compra é outro determinante do retorno para o Adquirente. Anos de grande crescimento podem gerar uma percepção de valor distorcida tanto para os vendedores quanto para os compradores, que acabam ignorando os naturais ciclos de alta e baixa da economia. Em anos de baixo crescimento, além desse efeito ser reduzido, uma maior incerteza sobre a performance das companhias pode contribuir para avaliações mais conservadoras de ambas as partes.

A VISÃO DOS GESTORES SOBRE GERAÇÃO DE VALOR EM M&A NO BRASIL

A experiência mostra que estratégias de geração de valor por meio de M&A produzem resultados bastante díspares entre empresas. Essa volatilidade é produto de fatores que vão além dos elementos objetivos previamente analisados, mas que podem afetar igualmente os resultados das aquisições para os acionistas. Entrevistamos gestores de empresas, fundos e bancos de investimento que, com base na sua experiência em M&A no Brasil, apontaram quais os principais fatores de sucesso e risco ao longo das diferentes etapas do processo de aquisição.

- **Antes da transação:** preparação – ou a falta dela – é apontada como uma das principais causas de sucesso ou fracasso das transações. Segundo um executivo de investimentos, a fase de diligência é determinante para qualquer investimento, não apenas para identificar os riscos da transação como também para não negligenciar oportunidades de geração de valor. A integração harmônica entre os diferentes assessores – consultorias estratégicas, auditores financeiros, advogados – é essencial, garantindo-se que diferentes pontos de vista sejam incorporados aos múltiplos temas de atenção desse processo. Outro executivo ressaltou ainda a importância da diligência estratégica na aquisição de uma plataforma de investimento: “É difícil para a equipe interna fazer a análise de mercado, identificar white spaces, tendências do consumidor, dinâmica competitiva [...] uma vez que se está no mercado isso é mais natural, e o valor da assessoria se move naturalmente para outras etapas do investimento, como a integração”. Segundo o mesmo entrevistado, uma diligência ruim na aquisição de uma plataforma pode se transformar em um enorme problema a posteriori – por exemplo, o desconhecimento ou negligência de especificidades regulatórias e da dinâmica de mercado que podem impedir o sucesso de aquisições futuras ou planos de expansão.
- **Execução:** para os gestores entrevistados, é na execução da transação que os fatores mais subjetivos do processo ganham relevância. Criar proximidade com o vendedor, muitas vezes em um nível pessoal, é apontado como um fator essencial de todas as transações, e não apenas naquelas em que o vendedor permanece como sócio da empresa. Como destacado anteriormente, as aquisições no Brasil vêm crescendo em tamanho e complexidade. Nesse cenário, manter uma proximidade com o vendedor garante não apenas a efetiva aquisição (“ninguém fecha M&A apenas do ponto de vista técnico”) mas também a agilidade do processo e a transparência da comunicação entre as partes. Segundo um dos gestores, “o tempo gasto em entender as motivações e o estilo negocial do vendedor é um dos melhores investimentos que se pode fazer no processo”. Para tal, outro executivo diz que é essencial ter um líder claro para as etapas críticas do processo (avaliação, aquisição, integração), responsável por garantir o ritmo das atividades e o relacionamento com a outra parte – “ter o profissional certo na hora certa é mais importante do que ter ‘o plano perfeito’”. A falta dessa proximidade, especialmente em transações com empresas de médio porte que dispõe de estrutura mais simples, pode ocasionar falhas de comunicação e mesmo aquisição de informações inconsistentes que podem distorcer avaliações financeiras e planos estratégicos.
- **Pós-aquisição:** uma vez que a transação tenha sido realizada satisfatoriamente, a integração entre companhias e a execução adequada do plano estratégico tornam-se fatores determinantes do sucesso do investimento. Todos os executivos entrevistados reconhecem que, em grau maior ou menor, as teses de investimento no Brasil há tempos têm se baseado mais na geração de valor por meio da operação do que em engenharias financeiras da aquisição. Assim como na execução da transação, o processo pós-aquisição (integração, desenho e execução do plano de 100 dias etc.) deve levar em consideração tanto aspectos técnicos (análises, planejamento, celeridade na execução) quanto os fatores humanos, dentre os quais a integração de culturas é apontado como o mais

relevante. Monitorar o clima organizacional e garantir a comunicação transparente com colaboradores, identificar e integrar rapidamente os talentos da empresa adquirida sem deixar de implantar a cultura essencial do comprador são apontados como pontos essenciais não apenas para capturar sinergias, mas também para que a investida seja percebida como um ente único – o que, segundo os gestores, aumenta o valor de mercado da empresa como um todo. O envolvimento sênior na pós-aquisição é apontado como fundamental nessa integração de culturas, mas segundo os gestores carrega ainda outro benefício: em conglomerados e demais empresas com múltiplas linhas de negócios, essa proximidade com o processo de integração fomenta e acelera a disseminação de boas práticas entre as unidades de negócio.

AS TRANSFORMAÇÕES PELAS quais o Brasil passou nas últimas duas décadas mudaram profundamente o ambiente de negócios e a forma de se fazer investimentos no país. Criou-se uma cultura de M&A no Brasil, com crescente volume de transações, vendedores e compradores cada vez mais sofisticados e participação de grandes investidores internacionais, mas reconhece-se que o sucesso de uma estratégia de investimento ainda depende do entendimento das particularidades do mercado brasileiro. Os próximos anos desenharam significativas evoluções econômicas e políticas no país que devem influenciar o mercado de fusões e aquisições. Nesse contexto, reconhecer os aspectos fundamentais da geração de valor no passado é essencial para o desenho de estratégias de M&A no Brasil para o futuro.

Sobre os Autores

Masao Ukon é sócio e diretor executivo no escritório de São Paulo do The Boston Consulting Group. Para contatá-lo: Ukon.Masao@bcg.com

Jean Le Corre é sócio sênior e diretor executivo no escritório de São Paulo do The Boston Consulting Group. Para contatá-lo: LeCorre.Jean@bcg.com

Marcus Ayres é líder de projetos no escritório de São Paulo do The Boston Consulting Group. Para contatá-lo: Ayres.Marcus@bcg.com

Paula Jorge é líder de projetos no escritório de São Paulo do The Boston Consulting Group. Para contatá-la: Jorge.Paula@bcg.com

Agradecimentos

Os autores do estudo agradecem a contribuição valiosa ao trabalho fornecida por Ricardo Batista e João Kodama.

Para Mais Informações Sobre o Estudo

Caso queira discutir o conteúdo apresentado neste estudo, entre em contato com os autores.

O The Boston Consulting Group (BCG) é uma empresa global de consultoria de gestão e líder em estratégia de negócios. Realiza parcerias com empresas em todos os setores e regiões do mundo para: identificar as oportunidades que mais geram valor, abordar os desafios mais importantes e transformar o negócio de seus clientes. Nossa abordagem customizada combina amplo entendimento da dinâmica das corporações e de seus mercados com a colaboração de todos os níveis da empresa. Isso garante que nossos clientes atinjam uma vantagem competitiva sustentável, criem organizações mais capazes e garantam resultados duradouros. Fundado em 1963, o BCG é uma empresa privada com 85 escritórios em 48 países. Para obter mais informações, acesse www.bcg.com.

© The Boston Consulting Group, Inc. 2017. All rights reserved.
9/17