

Capítulo 8 – Fusões e Aquisições

Finanças Empresariais

Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças
Empresariais

Paulo Francisco

2º Semestre 2013/2014

ISEG

Conceitos de Fusão e Aquisição

Abordagens na definição de Fusão e Aquisição:

- Abordagem jurídica:
 - Fusão \neq Aquisição
- Abordagem económica:
 - Fusão = Aquisição

Definição Legal de Fusão

- Capítulo IX (Fusão de Sociedades) e Artigo 97º do CSC
- Fusão por incorporação e fusão por constituição de nova sociedade



Conceitos de Fusão e Aquisição

Definição Legal de Fusão (Artigo 97º do CSC)

- Reunião de duas ou mais sociedades numa só;
- Através de:
 - Incorporação por uma das sociedades do património da(s) outra(s); ou
 - Através da constituição de uma nova sociedade para onde se transferem os patrimónios das sociedades fundidas
- Fusão por incorporação: $A + B = A$
- Fusão por constituição de nova sociedade: $A + B = C$



Conceitos de Fusão e Aquisição

Definição Legal de Aquisição

- Aquisição total ou parcial por parte de uma sociedade (adquirente/oferente) dos títulos representativos do capital social de uma outra sociedade (adquirida/visada)
- Se a empresa visada for cotada a aquisição deve ser realizada através uma Oferta Pública de Aquisição (OPA)
- O capítulo III do código de valores mobiliários regula as circunstâncias em que tal oferta deve decorrer.
- Assim que uma empresa tome a decisão de lançamento de OPA deve divulgar um anúncio preliminar de OPA.



Conceitos de Fusão e Aquisição

Fusão e Aquisição em sentido económico:

- Numa **fusão** por incorporação ou por constituição de nova sociedade os activos das duas empresas são geridos por uma mesma administração.
- Numa **aquisição** a empresa adquirente passa a deter uma posição de controlo na sociedade adquirida e por essa via controla o activo de ambas as empresas.
- Em ambas as situações verificação a **união do activo** das duas empresas sob uma **gestão única**.
- A OPA pode no entanto ser **amigável ou hostil**, dependendo da aceitação da gestão da empresa visada.



Categorias de Fusões e Aquisições

- **Fusão horizontal:**

- Quando duas empresas da mesma linha de negócio se fundem.
Exemplo: Banco Popular e BNC, BCP e Banco Mello, etc.

- **Fusão vertical:**

- Quando duas empresas de diferentes elos da cadeia de valor se fundem a jusante ou a montante (PT Multimedia – TV Cabo Portugal (100%) e Sport TV (50%))

- **Fusão Conglomerado:**

- Quando duas empresas de áreas de negócio independentes se fundem.



Motivações das Fusões e Aquisições

- **Economias de Escala**

- Os gestores acreditam que se a empresa fosse de maior dimensão seria mais competitiva. Economias ao nível de *Overhead Costs* (Serviços Centrais) – Motivação das Fusões Horizontais – Indústria da Banca

- **Economias de Integração Vertical**

- Ganhos na integração de funções da cadeia de valor de um produto ou serviço, por exemplo através da aquisição de um fornecedor de matéria-prima ou um cliente;



Motivações das Fusões e Aquisições

- **Recursos Complementares**

- Duas empresas com recursos complementares – Cada uma das empresas têm o que a outra precisa
- Estas empresas podem fundir-se, juntando-se numa só criando novas oportunidades de crescimento.
- Ex: Uma pequena empresa com um produto inovador e bastante competitivo, mas sem grande capacidade de produção e distribuição pode ser adquirida por uma empresa de maior dimensão com essa capacidade;



Motivações das Fusões e Aquisições

- **Excesso de Fundos**

- Uma empresa no estado de maturidade na indústria gera muitos *cash-flows*, mas com poucas oportunidades de investimento e crescimento nesta indústria por via da regra adquirem novas empresas de outras indústrias.

- **Eliminação de Ineficiências**

- Empresas com oportunidades não exploradas para reduzir custos, aumentar receitas e por conseguinte resultados líquidos.
- Este tipo de empresas são candidatas naturais para serem adquiridas por outras empresas com gestão mais eficiente. A nova equipa de gestão substitui a outra.



Motivações Duvidosas das Fusões e Aquisições

- **Diversificação**

- Aquisição de empresas de outras indústrias com o objectivo de minimizar o risco – No entanto os investidores tendem a não apreciar este tipo de aquisições – A diversificação deveria ser realizada pelo investidor e não pela empresa;

- **Custos de financiamento mais reduzidos**

- Duas empresas fundidas podem obter custos financiamento com capitais alheios mais reduzidos que teriam individualmente;
- Note-se, contudo, que ambas as empresas são solidárias pela totalidade das dívidas, oferecendo protecção adicional.
- A empresa fundida pode ter menos custos de pressão financeira.



Aspectos quantitativos das F&A

- **Ganhos e Perdas das Fusões e Aquisições:**

- Existe um ganho económico com a Fusão/Aquisição se duas empresas tiverem mais valor juntas que individualmente:
- O mesmo é dizer que a F&A é economicamente viável se o ganho for positivo, ou seja:

$$\text{Ganho} = VA_{AB} - (VA_A + VA_B) = \Delta VA_{AB}$$

- Se o ganho é positivo existe uma razão económica para a fusão/aquisição caso contrário a operação é irracional de um ponto de vista económico

Aspectos quantitativos das F&A

- **Custo de uma F&A paga em dinheiro:**

- Custo para A de adquirir B financiado por Cash:

$$\text{Custo da Fusão} = \text{Dinheiro Pago} - VA_B$$

- O ganho líquido, lucro da operação ou VAL da fusão:

$$\text{VAL} = \text{Ganho} - \text{Custo} = \Delta VA_{AB} - (\text{Dinheiro Pago} - VA_B)$$

- Esta metodologia de cálculo dos ganhos, custo e VAL de uma operação de fusão permite-nos identificar.
 1. O ganho económico global da fusão (sinergias)
 2. Segregação desse ganho pelos accionistas da empresa adquirente e adquirida

Aspectos quantitativos das F&A

- **Exemplo:**

- A empresa A tem um valor de mercado de 200M€ e a empresa B tem um valor de mercado de 50M€.
- Se as duas empresas se fundirem conseguem reduzir custos num montante actual estimado de 25M€ (sinergias = ganho)
- $VA_A = 200 \text{ M€}$
- $VA_B = 50 \text{ M€}$
- Ganho da fusão = sinergias = $VA_{AB} - (VA_A + VA_B) = \Delta VA_{AB} = 25\text{M€}$, então: $VA_{AB} - (200 + 50) = 25 \text{ M€}$
- Ou seja $VA_{AB} = 200 + 50 + 25 = 275\text{M€}$

Aspectos quantitativos das F&A

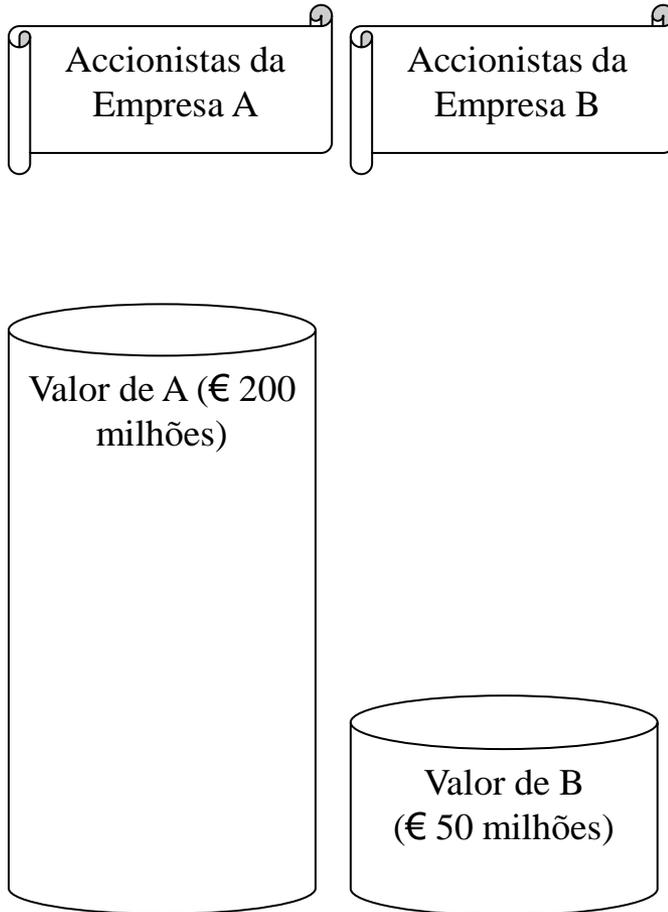
- **Exemplo (Cont.):**

- Supondo agora que a empresa A paga 65M€ aos accionistas de B o custo desta aquisição vem dado por:
- Custo da Fusão = Dinheiro Pago - $VA_B = 65 - 50 = 15 \text{ M€}$
- Por sua vez o VAL para A desta operação de fusão:
 - $VAL = \text{Ganho} - \text{Custo} = 25 - 15 = 10\text{M€}$
- Isto significa que a fusão gerou 25 M€ de sinergias:
 - Os accionistas de A apropriaram-se de 10 M€ (40% sinergias)
 - Os accionistas de B receberam um prémio de 15 M€ (60% das sinergias)

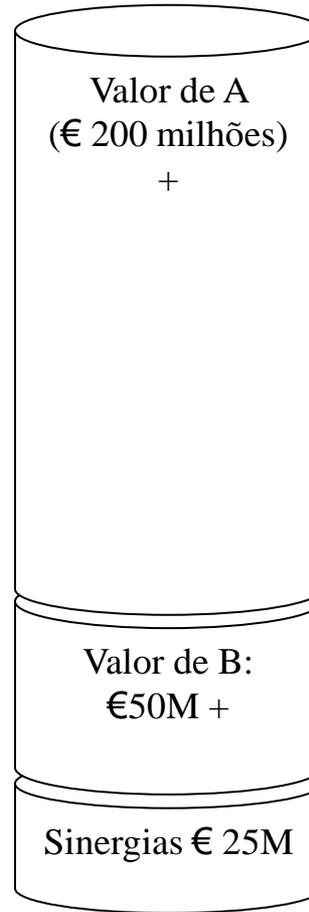


Aspectos quantitativos das F&A

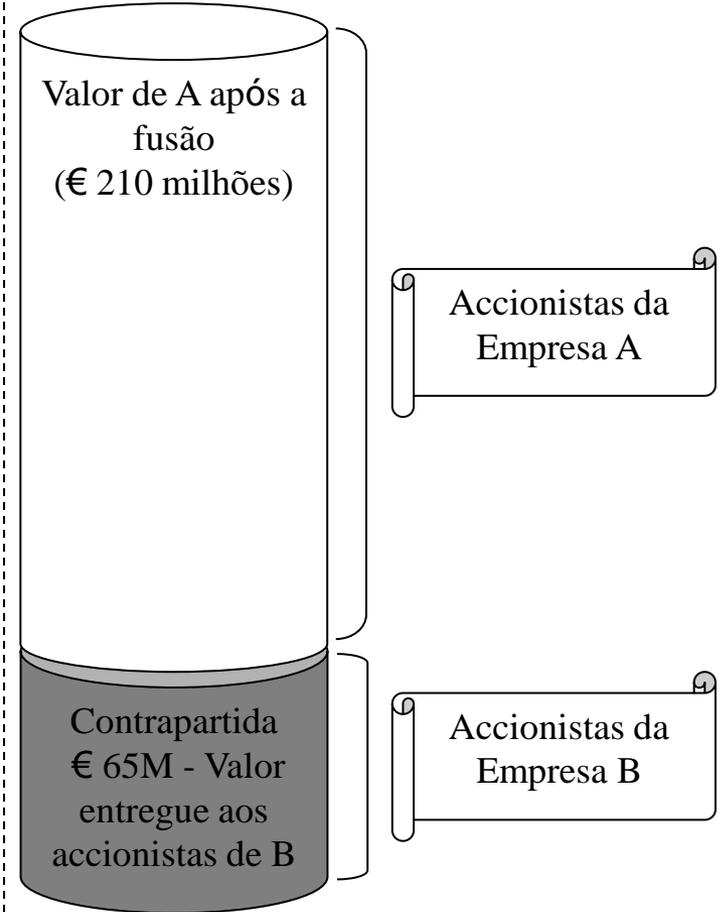
Antes da Fusão:



Fusão:



Após a Fusão:



Aspectos quantitativos das F&A

- **Custo de uma F&A financiada através de acções:**

- Custo para A de adquirir B financiado por acções:

$$\text{Custo da Fusão} = N \times P_{AB} - VA_B = \lambda \times VA_{AB} - VA_B$$

- Em que N é o n.º de acções da empresa adquirente entregue aos accionistas da empresa adquirida e P_{AB} é o valor de cada uma das acções após o anúncio da fusão (incorporando as sinergias).
- $\lambda = \text{N.º Acções emitidas} / \text{N.º Acções Total}$
- **Exemplo** - Considere-se os mesmos dados do exemplo anterior mas agora a oferta não são 65 M€ mas sim 325.000 acções (a emitir). Existem em circulação 1 milhão de acções da empresa A e 0,5 milhões da empresa B.



Aspectos quantitativos das F&A

- Então o valor de cada acção A é € 200 (200M€/1MA) e de cada acção B é de € 100 (50M€/0,5MA).

- Então o custo da fusão será:

$$\text{Custo da Fusão} = N \times P_{AB} - VA_B = 0,325 \times P_{AB} - 50$$

- Falta agora determinar o valor de P_{AB} ou então o V_{AB} e dividir depois pelo respectivo n.º de acções:
 - $VA_{AB} = VA_A + VA_B + \text{Ganho} = 275\text{M€}$
 - $P_{AB} = VA_{AB} / (N_0 + N) = 275 / (1\text{MA} + 0,325\text{MA}) = €207,5472$
 - $\text{Custo da fusão} = 0,325 \times 207,5472 - 50 = € 17,45 \text{ milhões}$
 - $\text{VAL da fusão} = \text{Ganho} - \text{Custo} = 25 - 17,45 = € 7,55 \text{ milh.}$

Aspectos quantitativos das F&A

	Oferta em dinheiro		Oferta em Acções	
	Empresa A	Empresa B	Empresa A	Empresa B
Valor de mercado antes da fusão	200.000.000 €	50.000.000 €	200.000.000 €	50.000.000 €
Número de acções antes da fusão	1.000.000	500.000	1.000.000	500.000
Preço por acção antes da fusão	200 €	100 €	200 €	100 €
Valor de mercado após a fusão	210.000.000 €	65.000.000 €	275.000.000 €	67.452.830 €
Número de acções após a fusão	1.000.000	500.000	1.325.000	500.000
Preço por acção após a fusão	210 €	130 €	207,5472 €	135 €
Valorização % das acções	5%	30%	4%	35%

Aspectos quantitativos das F&A

- **Exemplo: oferta em *cash* e acções**
- Mesmos dados que anteriormente mas a oferente oferecia 30M€ e adicionalmente 200 mil acções a emitir

$$\text{Custo da Fusão} = (\text{Dinheiro Pago} + N \times P_{AB}) - VA_B$$

- Sabemos que o preço das acções após a fusão será dado por:

$$P_{AB} = \frac{VA_{AB}}{N_0 + N} = \frac{V_A + V_B + \text{Ganho} - \text{Cash}}{1 + 0,2} = \frac{200 + 50 + 25 - 30}{1,2} = \text{€}204,2$$

- Custo da Fusão = $(30 + 0,2 \times 204,2) - 50 = \text{€ } 20,83$ milhões
- VAL da Fusão = $25 - 20,83 = \text{€ } 4,17$ milhões

Aspectos quantitativos das F&A

	Oferta em Acções e <i>Cash</i>	
	Empresa A	Empresa B
Valor de mercado antes da fusão	200.000.000 €	50.000.000 €
Número de acções antes da fusão	1.000.000	500.000
Preço por acção antes da fusão	200 €	100 €
Valor de mercado após a fusão	245.000.000 €	70.833.333 €
Número de acções após a fusão	1.200.000	500.000
Preço por acção após a fusão	204,2 €	141,7 €
Valorização % das acções	2%	42%

Sucesso e insucesso das F&A

- **Sucesso de uma F&A:**

- As empresas fundem-se efectivamente e o valor da empresa adquirente sobe.
- Atingem os objectivos
- As vendas aumentam
- Custos Operacionais descem
- Redução de custos financeiros
- Economias de escala
- Aculturação dos Recursos Humanos
- Etc.



Sucesso e insucesso das F&A

- **Insucesso de uma F&A:**
 - O valor da empresa adquirente desce na sequência da fusão.
- **Razões para o Insucesso de alguns processos de Fusão:**
 - Optimismo exagerado nas estimativas do mercado
 - Optimismo exagerado na estimativa das sinergias possíveis
 - Contrapartida de aquisição Sobrevalorizada
 - Integração pós-fusão deficiente. e.g. recursos humanos não se integram na filosofia da nova empresa.



Mecanismos de defesa anti OPA

- ***Poison Pills* (pílula envenenada):**
 - Não só dificultam potenciais OPA's como podem destruir valor da própria empresa.
- **Alguns exemplos:**
 - Blindagem dos estatutos (limites aos direitos de voto)
 - Direitos de subscrição sobre acções que podem ser exercidos em determinadas circunstâncias – com o efeito de diluição, as OPA's são dificultadas.
 - Cláusulas de supermaioria; Diferentes categorias de acções, Pára-quedas dourados
 - Etc.

