

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Fusões e Aquisições e a Oferta Hostil da Sadia pela Perdigão

ANTONIO PEDRO DE FIGUEIREDO BOCAJUVA BULCÃO

Matrícula nº.: 0311644-9

ORIENTADOR: PROF. MARCOS DE BUSTAMANTE MONTEIRO

TUTOR: PROF. MÁRCIO GOMES PINTO GARCIA

20 de Junho de 2008

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

Fusões e Aquisições e a Oferta Hostil da Sadia pela Perdigão

ANTONIO PEDRO DE FIGUEIREDO BOCAJUVA BULCÃO

Matrícula nº.: 0311644-9

ORIENTADOR: PROF. MARCOS DE BUSTAMANTE MONTEIRO

TUTOR: PROF. MÁRCIO GOMES PINTO GARCIA

20 de Junho de 2008

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

Assinatura do Aluno

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

Sumário

Capítulo 1. Introdução	5
Capítulo 2. Fusões, aquisições e o caso particular das ofertas hostis de aquisição de empresas	7
Capítulo 3. A oferta hostil da Sadia pela Perdigão.....	24
Capítulo 4. A Empresa Perdigão S.A.	26
Capítulo 5. Avaliação da Perdigão no momento da oferta hostil de aquisição das suas ações pela Sadia.....	28
Capítulo 6. Resultado da avaliação	35
Capítulo 7. Conclusão	39
Capítulo 8. Bibliografia	41

Lista de Tabelas

Tabela 1. Fluxo de caixa desalavancado projetado da Perdigão.....37

Tabela 2. Resultado da avaliação da Perdigão por fluxo de caixa descontado e tabelas de sensibilidade.....37

Tabela 3. Cálculo do custo de capital próprio (CAPM), do custo da dívida e do custo ponderado de capital (WACC).....38

Capítulo 1. Introdução

O tema “Fusões e Aquisições” vem sendo cada vez mais importante no mundo corporativo. A cada dia mais as empresas vêm tentando ganhar escala de produção, aumentar sua participação no mercado e as suas margens. Esses objetivos geralmente passam por aquisições de outras empresas, já que atingir altas taxas de crescimento de receita de forma orgânica é algo bastante difícil.

Dentre os principais motivos para a realização das fusões e aquisições estão as sinergias que podem ser obtidas ao se comprar uma empresa que opera no mesmo segmento. Exemplos dessas sinergias são: a redução do custo de “departamentos duplicados” nas duas empresas, reduzindo o custo com pessoal, o chamado “cross selling”, ou seja, a venda de produtos complementares pela mesma cadeia de distribuição, o ganho de economias de escala, e a minimização dos impostos pagos, via aumento do endividamento, por exemplo.

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe¹, há três tipos de classificação para aquisições:

“Financial analysts have typically classified acquisitions into three types:

- 1. Horizontal acquisition: Here both the acquirer and acquired are in the same industry. (...)*
- 2. Vertical acquisition: A vertical acquisition involves firms at different steps of the production process. (...)*
- 3. Conglomerate acquisition: The acquiring firm and the acquired firm are not related to each other. (...).”*

O caso que esta monografia vai abordar se trata de uma tentativa de aquisição horizontal da Sadia pela Perdigão, onde os benefícios de ganho de escala e outras sinergias são evidentes. Esta transação foi a primeira tentativa de aquisição hostil de ações do Brasil, e não obteve sucesso.

¹ Ross, Stephen; Westerfield W. Randolph; Jaffe, Jeffrey, Corporate Finance (2008), página 814.

Esta monografia descreve as peculiaridades de transações deste tipo, mostrando como elas podem ser executadas e como empresas atingidas por elas podem se defender.

Em seguida, será estudado mais a fundo o caso da Sadia com a Perdigão, evidenciando quais estratégias foram usadas por ambas as companhias e o motivo do insucesso da transação.

Adicionalmente, será feita uma análise econômico-financeira da Perdigão para que se possa concluir se a decisão da companhia em não aceitar a oferta hostil de aquisição de suas ações foi acertada e se maximizou o retorno de seus acionistas. Para a análise da Perdigão será usado o método de fluxo de caixa descontado (“FCD”), para que eventuais sinergias que surgiriam após uma eventual transação possam ser levadas em conta.

Por fim, a conclusão do trabalho tem o objetivo de rever e analisar tudo o que foi apresentado, de forma a realizar uma reflexão sobre o trabalho em questão.

Capítulo 2. Fusões, aquisições e o caso particular das ofertas hostis de aquisição de empresas

2.1 Introdução às Fusões e Aquisições (F&A)

Há várias razões para empresas decidirem fazer fusões e aquisições. Uma das mais comuns é a expansão. Adquirir uma companhia que atua no ramo ou na área geográfica que interessa à companhia adquirente pode resultar em uma expansão muito mais rápida do que uma simples expansão orgânica do negócio. Aquisições podem também gerar certos benefícios em forma de sinergias para a empresa compradora, como por exemplo quando os negócios das duas companhias se completam. Sinergias ocorrem quando a soma das duas companhias resulta em uma empresa mais produtiva do que qualquer uma das duas sozinha. Há várias fontes de sinergia, como redução de custos, através de economias de escala, aumento da receita, usando estratégias como a de venda cruzada de produtos, melhor aproveitamento de estruturas fiscais, com aumento da capacidade de endividamento, e redução de necessidade de capital de giro, gerada pelo ganho de escala que pode aumentar, por exemplo, o prazo de pagamento a fornecedores. Além disso, uma aquisição pode ser parte de uma estratégia da empresa de diversificação dos seus negócios, que envolve a entrada em outros ramos de atividade.

Essas transações se dividem em dois tipos, fusões e consolidações. Uma fusão é uma combinação de duas companhias em que apenas uma companhia sobrevive, sendo incorporada, e a outra simplesmente deixa de existir. Em uma fusão, a companhia compradora assume os ativos e passivos da companhia adquirida. Uma fusão se diferencia de uma consolidação, que é uma simples combinação das duas empresas, onde é criada uma empresa inteiramente nova. Todas as partes envolvidas em uma consolidação deixam de existir, dando lugar apenas à nova empresa. Uma maneira simples de se olhar para as diferenças entre uma fusão e uma consolidação é que em uma fusão, $A + B = A$, onde a companhia B é fundida com a empresa A. Em uma consolidação, $A + B = C$, onde C é uma companhia inteiramente nova. Deve-se ressaltar que os ganhos obtidos por sinergias acontecem tanto em fusões quanto em consolidações, por isso, todas as transações serão tratadas daqui para frente como apenas fusões, de modo a simplificar o estudo.

Como anteriormente citado, fusões podem ser classificadas em três tipos: horizontais, verticais ou conglomerados. Fusões horizontais acontecem quando dois competidores se unem. Se a firma ganhar muito poder de mercado em uma fusão horizontal, reduzindo demais a concorrência, a fusão pode ser bloqueada pelo órgão de defesa da concorrência, no caso do Brasil, o CADE. Fusões verticais são combinações de companhias que possuem uma relação comercial. Um conglomerado acontece quando duas companhias que não são nem competidores, nem possuem relações comerciais, se fundem.

A forma mais comum de se processar uma transação de F&A envolve a compra de ações da companhia alvo. No entanto, existe uma alternativa para a compra de ações, que é a compra de ativos desta companhia. Ao fazer isto, a compradora pode limitar sua aquisição para as partes da companhia alvo que coincidem com as suas necessidades. Quando uma parte significativa da companhia alvo permanece após este tipo de transação, a chamamos de aquisição parcial. Quando todos os ativos do alvo são comprados, esta companhia se torna uma “casca” com apenas o dinheiro ou as ações que recebeu em troca dos seus ativos. Nestas situações, muitas vezes a companhia opta por pagar um dividendo extraordinário e liquidar a companhia. Alternativamente, ela pode optar por usar seus ativos circulantes para comprar outros ativos ou até mesmo outra companhia.

Uma das vantagens da compra de ativos, em relação a ações, é que o comprador pode não necessitar de aprovação dos seus acionistas. Tal aprovação geralmente é necessária somente quando os ativos do alvo são comprados usando ações do comprador e este não possui ações autorizadas suficientes para completar a transação. Se não há ações suficientes, o comprador terá de tomar as medidas necessárias para receber a aprovação. Isso é muito diferente do ponto de vista da companhia alvo, que tem de aprovar a venda de uma quantidade substancial de seus ativos. A percentagem de aprovação por parte de acionistas nesse caso é bem parecida com a de aquisição de ações.

Há basicamente dois meios de se pagar por uma transação de F&A: dinheiro ou ações. A diferença entre estas duas opções é muito importante. Se a opção de se utilizar dinheiro é a escolhida, o custo da aquisição não depende dos futuros ganhos da operação.

Se a opção é a de troca de ações, o custo tende a ser maior, pois os acionistas da companhia adquirente terão que compartilhar os ganhos futuros da aquisição, como sinergias, com os acionistas da empresa adquirida. No entanto, se ao invés de ganho houver perda, o mesmo acontece, todos os acionistas dividem o prejuízo.

A escolha de qual das duas opções será utilizada pela empresa que está comprando vai depender sobretudo de alguns fatores:

- I. **Mudança de controle:** não há nenhuma alteração no controle da empresa ao se utilizar pagamento em dinheiro;
- II. **Benefício fiscal:** aquisição utilizando dinheiro normalmente resulta em operações passíveis de taxação. No caso da troca de ações isso não necessariamente ocorre no mesmo nível;
- III. **Participação nos lucros:** se a operação é financiada com dinheiro, os acionistas da empresa a ser incorporada não participarão nos ganhos em potencial que resultarão da fusão.

Na última década o que se observa não só no Brasil, mas no mundo todo é a opção da utilização de dinheiro ao invés da troca de ações para financiar a grande maioria das transações. Isto acontece porque a utilização de troca de ações normalmente só é mais útil nos casos envolvendo grandes negócios.

Transações de F&A geralmente são amigáveis, no sentido de que antes da oferta final ser realizada, há inúmeras conversas entre as duas empresas em relação à avaliação da empresa alvo, preço de aquisição, termos do contrato de compra e venda de ações, e vários outros parâmetros. Em muitos casos, a aprovação do conselho de ambas as companhias também é necessária para a finalização da transação.

No entanto, nem todas as fusões e aquisições procedem desta maneira. Os administradores da companhia alvo podem resistir à transação, obrigando o comprador a decidir se deseja ou não prosseguir no processo, e, se desejar, que táticas usar. Transações em que a companhia alvo não é amigável à idéia de venda de suas ações ou ativos são chamadas de hostis. Há várias táticas de aquisição hostil de uma empresa, que serão revisadas nas próximas seções deste capítulo, assim como maneiras da companhia alvo se defender de tais ofensivas.

2.2 Ofertas Hostis

2.2.1 Medidas de defesa

Aquisições hostis atingiram patamares inéditos nos anos 80. Esse movimento foi acompanhado de várias inovações nas estratégias de defesa adotadas pelas companhias para se defender dessas ofertas hostis de aquisição de suas ações. Já no fim dos anos 80, a adoção de medidas defensivas contra essas ofertas já estava bem avançada, e no início dos anos 90 todas as grandes corporações já haviam botado em prática algumas dessas medidas.

As medidas de defesa contra ofertas hostis podem ser divididas em duas categorias: preventivas e ativas. Medidas preventivas são desenvolvidas para reduzir a chance de uma oferta hostil ser feita, enquanto as medidas ativas são tomadas depois de uma oferta ser feita.

Há quem diga que ao tomar estas medidas, empresas estão impactando negativamente o retorno dos acionistas, enquanto deveriam concentrar seus esforços para aumentar os retornos, tornando o preço das suas ações alto demais para que uma oferta hostil fosse realizada. Os defensores dessas medidas argumentam que ao se precaver, empresas estão agindo contra eventuais licitantes especuladores que estariam preocupados somente em extrair valor de curto-prazo da companhia, colocando em xeque o futuro da mesma que pode ter sido construído ao longo de várias décadas.

A evidência empírica do impacto dessas medidas nos retornos ao investidor é ambígua, deixando aberta a questão da validade financeira desse tipo de medida por parte das empresas.

Um fator crucial para uma companhia decidir se deve ou não implementar medidas preventivas contra ofertas hostis é a sua composição acionária. Por exemplo, se grande parte das suas ações é de posse de seus funcionários, que costumam ser leais à empresa, a mesma não deve ficar tão preocupada, já que as chances de uma oferta hostil ser recusada são altas. No caso das suas ações pertencerem a investidores institucionais, que investem seu dinheiro em companhias em busca de altos retornos, o conselho da companhia deve se preocupar, já que este tipo de acionista pode ser seduzido pelo prêmio por ação usualmente oferecido nesse tipo de transação.

A medida de defesa preventiva mais popular se chama pílula de veneno (“*poison pill*”). Essa medida consiste em um mecanismo no qual ações podem ser emitidas por um potencial alvo para fazer a firma valer menos para os olhos de um potencial licitante.

Através desse mecanismo, empresas alvo oferecem um direito de compra de ações a um baixo preço para os seus acionistas caso ocorra um evento do tipo: algum acionista deter 20% ou mais das ações da companhia ou ser feita uma oferta pública de aquisição de ações (OPA) por 30% ou mais das ações da companhia. Por exemplo, no caso de um acionista atingir 20% de participação na composição acionária da companhia em questão, todos os seus acionistas, menos este, teriam o direito de comprar ações da mesma pela metade do preço. Se todos exercessem este direito, a companhia teria que emitir muitas ações, causando simultaneamente uma queda no preço por ação e uma brutal diluição do acionista que tinha 20%, deixando-o longe de ter o controle da companhia.

Uma variação da pílula de veneno se chama “plano de fundo” (“*back-end plan*”) esta medida consiste em dar um direito aos acionistas da companhia de trocar as suas ações por dinheiro ou ações de outras companhias que sejam de igual valor ao estipulado pelo conselho da companhia (chamado de “*back-end price*”), geralmente acima do preço de mercado, após algum acionista deter um determinado percentual de ações da companhia. Esse preço coloca um piso sobre o valor de uma eventual oferta hostil. Exemplificando, podemos supor que todos os acionistas da companhia X têm o direito de vender ao adquirente suas ações por um preço 50% acima do preço de mercado no caso do mesmo deter 20% ou mais ações da companhia. Sendo assim, quando qualquer um chegar a 20% de participação no capital social da companhia, o mesmo terá de comprar ações de qualquer um que quiser vendê-las a um preço 50% acima do preço de mercado, ou oferecer em troca ações neste mesmo valor.

É importante lembrar que apesar de ser considerada uma medida preventiva, a pílula de veneno pode ser adotada também após realização de uma oferta hostil de aquisição de ações.

De acordo com Patrick Gaughan², vários estudos examinaram o impacto das pílulas de veneno no preço das ações das companhias que as adotaram concluindo que este impacto é negativo. Por outro lado, estudos indicam que mais de 50% das empresas que possuíam pílulas de veneno e receberam ofertas hostis, tiveram essas ofertas aumentadas. Outro fato encontrado é que os prêmios oferecidos em ofertas hostis são maiores em empresas que possuem esse mecanismo.

Emendas no contrato social da empresa também são medidas bem populares de defesa contra ofertas hostis. A extensão dessas emendas depende muito das leis vigentes e da aprovação dos acionistas. A maior parte das alterações em contratos sociais com o fim de implementar medidas defensivas é aprovada por acionistas, salvo em casos em que a administração tem um desempenho muito ruim. Isso acontece pois o poder de lobby da empresa é muito maior do que o dos acionistas que são contra eventuais mudanças. Apesar disso, estudos indicam que administradores ficam mais constrangidos em propor mudanças no contrato social da empresa nos seguintes casos: (1) em pequenas companhias com titularidade concentrada; (2) em companhias que possuem grandes acionistas externos; (3) quando há informação na mídia acerca de potenciais perdas de riqueza pelos acionistas e; (4) em companhias com regras de votação rigorosas.

Entre as principais emendas propostas estão:

- **Escalonamento do conselho administrativo:** com o escalonamento, os acionistas elegem somente parte do conselho a cada ano, ao invés de eleger o conselho inteiro. Por exemplo, com o escalonamento, a cada ano os acionistas podem eleger um terço do conselho, com mandatos de três anos. Assim, um potencial comprador demoraria mais tempo para conseguir eleger a maioria dos assentos no conselho administrativo.
- **Necessidade de supermaioria nos votos de acionistas:** a supermaioria estabelece que um percentual acima de 50%, muitas vezes em 66%, de aprovação é necessário para a implementação de grandes assuntos, como fusões, dificultando o acontecimento de aquisições hostis. Em muitos

² Gaughan, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. 4th ed. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2007, pg. 181.

casos, é feita uma mudança para que, caso o conselho aprove, seja necessária apenas a maioria comum, valendo a supermaioria somente para quando não há aprovação do conselho;

- **Inserção de cláusulas de preço justo:** essas cláusulas protegem os acionistas minoritários e elevam o preço de potenciais aquisições, uma vez que obrigam potenciais compradores a adquirir ações de minoritários a um preço compatível com o de mercado. No limite essa cláusula pode ser estabelecida como o “*tag-along*”, vigente no Novo Mercado³ da Bovespa, onde os minoritários devem receber o mesmo valor pago aos controladores;
- **Estabelecimento de ações com direitos de votação diferenciados:** consiste em reestruturar o capital da empresa de modo que passem a existir dois tipos de ações, por exemplo, com poderes de votação diferenciados. Ocorre no Brasil com as ações ordinárias e preferenciais, onde as ações ordinárias têm poderes de voto maiores. Isso ocorre para dar mais poder de votação a grupos que são a favor da administração, dificultando a aprovação de transações como aquisições hostis.

De acordo com estudos mostrados por Patrick Gaughan⁴, a reação do preço das ações à adoção de emendas em contratos sociais está ligada ao percentual de ações detidas pelos administradores da empresa. Quando este percentual é pequeno, a reação dos preços tende a ser positiva. Na medida em que os administradores detêm mais ações da empresa, essas medidas vão causando reação cada vez mais negativa das ações. Isso acontece porque no fundo essas medidas só reduzem a probabilidade de acontecimento de aquisições hostis quando os administradores possuem grande parte das ações.

A última das mais populares medidas preventivas se chama “para quedas dourado” (“*golden parachute*”). Essa medida consiste em um pacote de compensações

³ Novo Mercado - O Novo Mercado é um segmento de listagem da Bovespa destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.

⁴ Gaughan, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. 4th ed. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2007, pg. 188.

altamente lucrativo que a companhia oferece aos seus altos executivos. Apesar de tipicamente manter essa política sem admitir o seu motivo de defesa anti ofertas hostis, no fundo essa medida pode prover defesa contra essas situações. O pára quedas dourado pode ser usado antes ou durante uma oferta hostil, para tornar o alvo menos desejável. Apesar de representar mais uma adição ao possível valor total de uma transação, certamente esse pacote representa um percentual muito baixo do total da aquisição, principalmente em grandes fusões.

Um dos problemas que empresas sofrem durante uma guerra contra uma oferta hostil é a dificuldade de manter seus altos executivos, que sofrem com o medo de perder o seu emprego caso a transação seja concretizada. Administradores inseguros podem deixar a companhia caso alguma oferta atrativa apareça em decorrência da empresa ter entrado neste processo de aquisição. Por isso, várias empresas adotam o pára quedas dourado com a finalidade de aliviar as preocupações dos seus executivos em perder o seu emprego.

Tipicamente, as medidas preventivas somente atrapalham o licitante, no sentido que tornam o processo mais difícil e custoso. Por isso, além dessas medidas preventivas citadas, há medidas ativas que podem ser tomadas para lutar contra uma oferta hostil de aquisição de ações.

Dentre as medidas defensivas ativas mais populares, estão:

- **Correio verde (“Greenmail”)**: os administradores da companhia alvo recomparam as suas ações junto à licitante, usualmente com um prêmio, com a promessa de que este não comprará suas ações novamente por um determinado período de tempo.
- **Acordo para ficar parado (“Standstill Agreement”)**: ocorre quando um potencial comprador, mediante um pagamento, concorda em não aumentar sua participação no capital da companhia por um determinado período de tempo. Tais acordos acontecem quando a companhia compradora adquire um percentual de ações da companhia alvo que a torna uma candidata a realizar uma oferta hostil. Como parte desse acordo, a compradora geralmente concorda em dar direito de “primeira recusa” à companhia alvo caso decida vender as ações que possui. Isso é

feito para impedir que estas ações caiam em mãos de outros potenciais compradores da companhia.

- **Cavaleiro Branco (“White Knight”):** uma companhia que está sob o perigo de sofrer uma aquisição hostil pode recorrer a um comprador amigável (cavaleiro branco), que geralmente é preferido porque se compromete a pagar mais caro ou simplesmente não demitir funcionários, administradores ou vender subsidiárias da companhia.
- **Armadura Branca (“White Squire”):** bem similar ao cavaleiro branco. A armadura branca é uma empresa que se compromete a comprar uma grande porção de ações da companhia alvo, sob a condição que irá votar de acordo com as vontades dos atuais administradores da companhia e não irá comprar ações além do combinado. Geralmente essas empresas compram ações a preços mais favoráveis.
- **Alterações da Estrutura de Capital:** uma companhia alvo pode alterar significativamente sua estrutura de capital para espantar um potencial licitante. Essa mudança defensiva na estrutura de capital é usada de quatro maneiras diferentes:
 - **Recapitalização:** envolve o pagamento de um superdividendo aos acionistas, geralmente financiado por uma grande emissão de dívida. Alternativamente, pode haver uma emissão de dívida para a realização de uma recompra de ações. Essas transações mudam dramaticamente a estrutura de capital da empresa e podem atrapalhar tentativas de aquisição hostil de várias maneiras. Em primeiro lugar, o preço das ações pode aumentar, devido ao aumento do benefício fiscal, resultante do aumento da dívida. No entanto, isso só ocorre se o nível de endividamento da empresa for baixo antes da recapitalização. Um aumento no preço das ações faz com que a transação fique menos atrativa ao licitante. Em segundo lugar, como parte da recapitalização, a administração da companhia pode emitir ações que dão a eles mais poder de voto do que tinham antes. Esse aumento no poder de voto dificulta a aprovação de ofertas hostis. Em último lugar,

firmas com muito caixa em seus balanços patrimoniais são vistas como ótimos alvos para OPAs. Como parte da recapitalização, estas firmas podem escolher usar o seu caixa para pagar dividendos ou recomprar ações, reduzindo a sua atratividade.

- **Assumir mais dívida:** Apesar de a emissão de dívida já ocorrer na recapitalização, a companhia pode escolher simplesmente emitir mais dívida sem desempenhar uma recapitalização para se defender de uma tentativa de aquisição. Um nível baixo de dívida em relação ao patrimônio líquido pode tornar a companhia vulnerável a uma oferta hostil, já que um comprador hostil poderá usar a capacidade do alvo de emitir dívida para financiar parte da sua aquisição. Por outro lado, essa dívida adicional pode aumentar demais o risco do alvo, já que o serviço total da dívida será mais representativo no seu fluxo de caixa. Com isso, essa defesa inicial pode acabar causando a falência do alvo no futuro.
- **Emitir ações:** Ao emitir ações, a companhia alvo torna mais difícil e custoso ao comprador adquirir uma posição majoritária na companhia. Um efeito adverso dessa medida é que ao emitir mais ações, o acionista controlador estará se diluindo. Também é razoável assumir que com a emissão de ações, o preço das ações tende a cair, já que o mercado sabe que tais emissões estão atreladas a custos adicionais para a companhia.
- **Recomprar ações:** A recompra de ações pode ajudar o alvo a se defender de uma aquisição hostil de diversas maneiras. Em primeiro lugar, recompras deixam menos ações disponíveis para quem está realizando a oferta hostil. Além disso, recompras deixam menos ações nas mãos de especuladores, que podem representar uma grande ajuda ao licitante, já que estes estarão sempre buscando altos retornos para os seus investimentos. Outro fator é que a recompra de ações, como dito antes, serve como meio de usar o caixa livre da companhia, não deixando recursos disponíveis caso o comprador tenha sucesso na sua oferta hostil.

Planos de recompra de ações podem ser feitos de três formas: compras não direcionadas; compras direcionadas e ofertas públicas de aquisição das suas próprias ações.

- **Reestruturação societária:** podem ser consideradas formas ativas e preventivas de defesa, e envolvem geralmente a privatização da companhia (recompra de todas as ações) através de uma recompra alavancada (“*leveraged buyout*” ou “*LBO*”), a venda de ativos da companhia, a compra de outras empresas ou a liquidação da companhia. Reestruturações defensivas são consideradas medidas que devem ser tomadas apenas em último caso.
 - **Privatizações:** são geralmente reações de administrações que não querem perder de jeito nenhum o controle da companhia. Elas podem ser justificadas para os acionistas quando resultam no pagamento de prêmios mais altos que o da oferta hostil.
 - **Venda de ativos valorizados:** é altamente controversa, já que envolve a venda justamente dos ativos que o comprador deseja, tornando a companhia menos desejável aos olhos dele. Essa medida geralmente encontra grandes oposições por parte dos acionistas.
 - **Compra de outras companhias:** pode ter várias razões defensivas. Primeiro, ela pode estar tentando criar problemas de concorrência para o comprador. Isso envolveria a compra de uma empresa que está no mesmo ramo do rival que fez a oferta hostil. Outra forma de espantar possíveis interessados na companhia é adquirir empresas de ramos que não são tão lucrativos, reduzindo a rentabilidade da companhia. Se essas aquisições envolverem a emissão de novas dívidas, a companhia alvo pode se tornar menos atrativa também por este motivo.
 - **Liquidação:** esta operação envolve a venda de todos os ativos e o uso dos recursos obtidos para pagar um dividendo extraordinário.

Para que esta opção interesse aos acionistas, o pagamento do dividendo deve superar o valor da oferta hostil.

- **Uso de manobras legais:** também é comum como estratégia de defesa contra ofertas hostis. Esses atrasos causados por manobras legais geralmente ajudam o alvo, pois dão tempo para que o processo se desenvolva melhor. Outros interessados ganham tempo para analisar a companhia e fazer ofertas, gerando um leilão. Leilões costumam aumentar os preços ofertados em geral. Essas manobras geralmente têm os seguintes objetivos:
 - Escolher um fórum mais favorável;
 - Processar o comprador para impedi-lo de tomar a iniciativa;
 - Ganhar tempo para a procura de um “Cavaleiro Branco” (“*White Knight*”);
 - Dar apoio psicológico aos administradores da companhia.
- **Defesa Pac-Man:** ocorre quando o alvo de uma oferta hostil faz uma oferta de compra hostil das ações do licitante. Geralmente as empresas fazem somente ameaças acerca dessa estratégia, não a colocando em prática.

2.2.2. Táticas para a realização de uma oferta hostil de aquisição

Durante a década de 1980, táticas cada vez mais poderosas de aquisições hostis eram necessárias para que as transações fossem completadas, pois os alvos em questão elaboravam táticas defensivas cada vez mais fortes. Antes desse período, táticas comparativamente muito mais simples eram suficientes para forçar alvos ingênuos e despreparados a se submeter à oferta. Com o desenvolvimento das aquisições hostis, as empresas em geral se tornaram mais preparadas e compradores tiveram que sofisticar cada vez mais as suas táticas ofensivas.

Hoje, as opções que um comprador tem de táticas para a realização de ofertas hostis de aquisição são bem menores do que a vasta gama de táticas defensivas que alvos podem implementar antes e durante uma oferta hostil. Atualmente, o comprador tem à sua disposição basicamente três táticas: abraço de urso (ou “*bear hug*”), oferta

pública de aquisição de ações (“OPA”, ou “*tender offer*”) e “guerra de representantes” (“*proxy fight*”). Cada uma delas tem seus pontos fortes e fracos. Adicionalmente, cada uma pode ser aplicada de maneiras diferentes para aumentar a chance de sucesso. Estas opções e os seus efeitos na riqueza do acionista serão o foco desta seção.

Um passo inicial antes de iniciar o uso de táticas para adquirir uma firma é começar a acumular ações da companhia alvo em segredo. Ao fazer isso, o licitante procura estabelecer uma reserva antes de realizar uma oferta hostil. Uma das vantagens desse tipo de compra é que se o mercado não estiver informado sobre as suas ações, o comprador pode fazer estas aquisições sem o pagamento de um prêmio. Além disso, essas ações podem dar alguns dos direitos ao comprador que outros acionistas da companhia possuem. No Brasil, o comprador deve divulgar a sua posição acionária até 10 dias após adquirir uma participação societária de pelo menos de 5% de uma empresa. Nesse período de tempo, o comprador poderia atingir uma participação relevante na companhia. Essa posição pode ajudar consideravelmente a companhia compradora a ter sucesso na sua oferta, já que ela terá maior poder de voto na companhia alvo, dificultando ações de defesa como, por exemplo, uma supermaioridade nos votos de acionistas, e a vontade de possíveis “Cavaleiros Brancos” a fazerem uma oferta pela companhia. Isso tudo pode encorajar a companhia a aceitar uma negociação amigável. No entanto, estudos mostram que raramente a companhia compradora possuiu uma reserva de ações do alvo superior a 5% no momento da realização de uma oferta hostil. Isso ocorre pois um insucesso na oferta acarretaria custos muito grandes ao comprador, que teria basicamente duas alternativas para o que fazer com as suas ações: iniciar uma guerra de representantes, que será descrita a seguir, ou vender as suas ações, o que colocaria uma pressão para baixo muito forte nos preços.

Das táticas básicas de ofertas hostis, o abraço de urso é a menos agressiva e ocorre geralmente no início de um processo de aquisição hostil. Esta tática consiste em pressionar os administradores da companhia alvo antes de realizar uma OPA. Isso pode ser feito através de um contato com o conselho da companhia avisando do interesse em adquirir a companhia e a intenção implícita de ir direto aos acionistas se esse interesse não for favoravelmente recebido. Essa tática pode ser acompanhada de um anúncio público da intenção de realização de uma OPA. Quando um abraço de urso se torna público, especuladores tipicamente começam a acumular ações da companhia alvo. Dependendo da companhia envolvida, eles podem até começar a vender ações da

companhia compradora, baseados no fato de que ao anunciar uma OPA, suas ações deverão cair. A acumulação de ações por parte dos especuladores pode tornar mais fácil a aquisição de grandes porções de ações por parte da companhia que iniciou o abraço de urso ou qualquer outro licitante. Isso faz com que o alvo fique mais vulnerável, tornando a sua independência cada vez mais difícil.

Uma versão mais forte do tradicional abraço de urso ocorre quando o licitante oferta um preço específico para, entre outras razões, estabelecer um leque de danos em possíveis ações judiciais de acionistas contra uma eventual rejeição da oferta por parte da administração da companhia alvo. Isso aumenta a pressão sobre o conselho da companhia, que pode ser alvo de ações judiciais. Uma reação típica de um conselho contra a oferta hostil é a contratação de um banco para estabelecer um preço justo para a companhia abaixo do ofertado, dando uma razão legítima para a recusa por parte do conselho.

De um ponto de vista estratégico, se o licitante enxergar uma possibilidade real de completar a transação, o abraço de urso pode ser uma ótima alternativa à OPA já que ele custa menos e consome menos tempo. Ele também reduz conseqüências como a desmoralização dos administradores da companhia alvo após uma OPA de sucesso. Por outro lado, se o alvo se opuser à oferta, o licitante se vê obrigado a tentar outros métodos, como a própria OPA. Compradores que estão relutantes em se engajar em uma custosa OPA devem começar o processo de aquisição hostil por meio de um abraço de urso, que é menos custoso. A vantagem é que se a pressão colocada sobre o conselho de administração for suficiente, a transação pode ser completada rapidamente.

A oferta pública de aquisição de ações é a tática mais popular para a concretização de uma aquisição hostil. Compradores recorrem a esta alternativa quando uma transação amigável não parece viável. Ao realizar uma OPA, a companhia compradora pode contornar a administração da companhia alvo e obter controle da empresa mesmo quando esta é contra. Uma transação realizada através de uma OPA é geralmente bem mais cara do que uma transação amigável, pois as compradoras têm de arcar com custos para se adaptar à legislação em torno destas ofertas e também com custos de publicação das mesmas. A realização de uma OPA pode, por muitas vezes, iniciar um leilão pela empresa alvo, no qual nem sempre a companhia que iniciou o

processo será a ganhadora. Esses leilões podem aumentar significativamente o prêmio pago pela aquisição, aumentando o retorno para os acionistas.

De acordo com estudos apresentados por Patrick Gaughan⁵, entre 1990 e 2005 a taxa de sucesso dessa tática foi de 55%. Os alvos que não foram adquiridos pelos licitantes foram parar ou nas mãos de “Cavaleiros Brancos” ou continuaram independentes.

Uma outra estratégia de uso das OPAs é a realização delas em duas partes. Essa tática consiste em oferecer uma compensação superior numa primeira compra, seguida por uma compensação inferior na segunda parte da transação. Essa técnica foi desenhada para exercer pressão nos acionistas que estão preocupados em fazer parte apenas da segunda compra de ações, recebendo uma menor compensação, se não forem rápidos o suficiente para ofertar as suas ações na primeira leva. Se ações suficientes forem ofertadas na primeira parte e a aquisição for aprovada, os acionistas remanescentes podem ser “congelados”, possivelmente tendo que oferecer suas ações por compensações inferiores em um segundo momento. Um exemplo de OPA em duas partes pode ser a oferta de um alto preço com pagamento em dinheiro por 51% do alvo e uma segunda parte por um baixo preço e pagamento não monetário, em forma de debêntures. A compensação em forma de debêntures causa mais incerteza, já que seu valor é menos claro do que o pagamento em dinheiro. Essas ofertas em duas partes são consideradas coercivas aos acionistas porque têm a intenção de fazê-los correr para participar da primeira parte da oferta.

Antes de realizar uma OPA, o comprador deve decidir se vai fazer uma oferta por todas as ações da companhia ou por apenas parte dessas ações. Geralmente, realizar uma OPA por todas as ações é uma tática mais efetiva, pois em ofertas parciais há o risco de sobrescrição, ou seja, quando há maior oferta de ações do que a demanda inicialmente anunciada. Nestes casos, são aceitas ações de forma pró-rata a menos que o comprador aceite comprar todas as ações oferecidas.

Uma oferta parcial tem a intenção de obter o controle da companhia sem a necessidade de adquirir todas as ações, sendo menos atrativa aos acionistas, que, após a

⁵ Gaughan, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. 4th ed. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2007, pg. 243.

transação, ficariam com ações com valor reduzido. Isso ocorre pois após a compra do controle da companhia, o restante das ações terá menos valor para o acionista majoritário.

Estudos apontam que há diversos efeitos sobre as ações dos licitantes e dos alvos envolvidos em OPAs, dependendo do resultado das mesmas. Para os alvos, quando os mesmos são adquiridos pela empresa que realizou a OPA ou qualquer outra, esses estudos mostram que há um acúmulo de retornos positivos nos meses seguintes à oferta. No caso da companhia permanecer independente, não há ganhos. Uma das explicações para este resultado é que o mercado considera que as companhias alvo poderiam estar subvalorizadas devido à má administração.

No caso de companhias compradoras, quando há insucesso na OPA, e não há troca no controle da companhia alvo, os retornos são não negativos nos meses seguintes à oferta. Nos casos de insucesso em que a companhia alvo é comprada por alguma outra empresa, os retornos para a companhia compradora são bem negativos. Isso acontece porque o mercado interpreta que esta companhia perdeu uma boa oportunidade de agregar valor à sua operação e que outra firma, um potencial concorrente, se apropriou deste valor, o que irá aumentar a sua competitividade. Quando a companhia compradora tem sucesso na sua oferta hostil, o retorno sobre as suas ações é positivo.

A última das mais populares táticas para a realização de uma oferta hostil é chamada de “guerra de representantes”. Como nem todos os acionistas podem comparecer ao encontro de acionistas promovido pelas empresas uma vez por ano para eleger os membros do conselho de administração, muitos indicam representantes para votarem por eles. Uma competição de representantes é um processo político no qual candidatos competem por votos de acionistas, tentando se tornar seus representantes por meio de malas diretas, anúncios de jornal e telefonemas, entre outros. Em uma guerra de representantes, um comprador tenta usar seus direitos de voto na companhia e o suporte de outros acionistas, que lhe concedem o direito de ser seu representante, para votar e expulsar os atuais membros do conselho e/ou a atual administração da empresa.

As seguintes características aumentam as chances de uma guerra de representantes obtenha sucesso:

- **Número insuficiente de votos apoiando a atual administração:** os administradores da companhia podem geralmente contar com certo percentual de votos que irão protegê-los. Alguns desses votos podem ser da sua própria posição acionária. Se não houver um bloco de acionistas a favor dos administradores, estes e o conselho podem estar vulneráveis a uma guerra de representantes.
- **Mau desempenho operacional:** quanto pior for o desempenho operacional da companhia, maiores as chances dos acionistas votarem a favor de uma mudança de controle.
- **Bom plano alternativo:** os opositores devem ser capazes de apresentar um plano com mudanças que irão sensibilizar os acionistas. Esse plano pode incluir a venda de ativos com distribuição dos recursos obtidos para os acionistas, ou até a remoção de barreiras contra ofertas hostis, deixando a companhia aberta a empresas que estaria dispostas a comprá-la.

É mais fácil e barato para opositores terem ações suficientes para influenciar o resultado de uma guerra de representantes quando a companhia em questão tem um patrimônio menor. Sendo assim, companhias com uma capitalização de mercado maior estão menos sujeitas a uma guerra de representantes. De qualquer forma, as guerras de representantes tendem a ter um custo menor do que as OPAs. Isso ocorre pois as OPAs são para 100% das ações e muitas vezes embutem um prêmio de até 50%. Em guerras de representantes, muitas vezes os licitantes podem obter controle da companhia sem ter que comprar todas as ações, nem pagar um prêmio.

De acordo com estudos, guerras de representantes tendem a aumentar o valor das ações da empresa, pois, mesmo que não obtenham sucesso, fazem com que a administração da companhia seja mais eficiente e focada em criar valor para os acionistas.

Capítulo 3. A oferta hostil da Sadia pela Perdigão

No dia 17 de julho de 2006, a Sadia realizou uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) das ações da Perdigão, com a finalidade de adquirir no mínimo 50% mais uma das ações desta empresa.

Esta oferta estava em conformidade com o Estatuto Social da Perdigão, e com as instruções da CVM. Pelo estatuto da companhia no momento da oferta, caso algum acionista adquirisse 20% ou mais ações da companhia, este deveria realizar, em 30 dias, uma OPA para a aquisição da totalidade das ações. O preço da OPA, pelo estatuto, deveria obedecer à seguinte regra⁶:

“O preço de aquisição na OPA de cada ação de emissão da Companhia não poderá ser inferior ao maior valor entre (i) o valor econômico apurado em laudo de avaliação, observado o disposto no parágrafo 3º deste Artigo; (ii) 135% (cento e trinta e cinco por cento) do preço de emissão das ações em qualquer aumento de capital realizado mediante distribuição pública ocorrido no período de 24 (vinte e quatro) meses que anteceder a data em que se tornar obrigatória a realização da OPA nos termos deste Artigo 37, devidamente atualizado pelo IPCA até o momento do pagamento; e (iii) 135% (cento e trinta e cinco por cento) da cotação unitária média das ações de emissão da Companhia durante o período de 30 (trinta) dias anteriores à realização da OPA na bolsa de valores em que houver o maior volume de negociações das ações de emissão da Companhia.”

Sendo assim, em conformidade com o estatuto, a Sadia ofereceu R\$ 27,88 por ação, que foi o maior valor entre o Laudo de Avaliação que a companhia contratou junto ao Bradesco, que apurou o valor da companhia entre R\$ 25,28 e R\$ 27,25, e os 135% da cotação unitária média das ações da última emissão da Perdigão na Bovespa no período 30 dias anteriores à publicação do edital de aquisição das ações. Pelo estatuto, ficava marcada a necessidade da Perdigão contratar um avaliador para realizar o seu próprio Laudo de Avaliação, em até 45 dias do momento desta oferta.

⁶ PERDIGÃO S.A., Estatuto Social, Artigo 37, Parágrafo 2º.

Caso a Sadia não conseguisse adquirir 100% das ações da concorrente, os acionistas remanescentes da Perdigão receberiam papéis da Sadia, parte em ações ordinárias e parte em preferenciais.

No dia 19 de julho de 2006, dois dias após a oferta, a Perdigão anunciou que havia recebido declarações por escrito de acionistas representando 55,38% do seu capital, rejeitando a oferta. Em 20 de julho de 2006, a Sadia aumentou o preço por ação de sua oferta para R\$29,00. No mesmo dia, foram novamente recebidas declarações por escrito dos mesmos acionistas rejeitando a nova oferta. Em 21 de julho de 2006, a CVM emitiu um comunicado no sentido de que, em vista das declarações por escrito dos acionistas da Perdigão e que a Sadia manteve a condição de aceitação mínima, a oferta passou a não ter efeito. No mesmo dia, a Sadia desistiu da oferta.

Podemos perceber claramente que a Perdigão e a Sadia usaram algumas das táticas citadas no capítulo anterior para a sua defesa e ataque, respectivamente. A Perdigão, por exemplo, usou como medida preventiva o “plano de fundo”. No entanto o mesmo não teve efeito, pois a Sadia já tinha a intenção de comprar todas as suas ações. Outras medidas preventivas que ela tomou são obrigatórias para membros do Novo Mercado, como a inserção de cláusulas de preço justo. Como dito anteriormente, para empresas deste segmento da Bovespa, em caso de aquisições, os acionistas minoritários têm o direito de receber o mesmo valor por ação que os acionistas controladores. Isto aumenta muito o valor de uma possível transação, já que se torna impossível discriminar preços.

Como pudemos ver, não foram estes dois fatores que realmente protegeram a Perdigão nesta ocasião. O fato que impediu a concretização da oferta hostil de aquisição da Sadia pelas suas ações foi o fato da empresa, apesar de ter na ocasião o seu controle pulverizado, ter tido grandes blocos de acionistas a favor da administração. Com o apoio destes acionistas, a Sadia se viu obrigada a sequer realizar a OPA, já que teria insucesso na compra de pelo menos 51%, como desejava.

Por parte da Sadia, podemos ver que a tática utilizada para a tentativa de aquisição hostil da Perdigão foi o “abraço de urso”. Isso ocorreu pois esta empresa teve sucesso somente em colocar pressão sobre a administração desta, que, por ter suporte dos seus acionistas, não teve problemas em manter a sua independência. Como a Perdigão contava com tanto apoio, a Sadia se viu obrigada a cancelar a sua OPA.

Capítulo 4. A Empresa Perdigão S.A.

Como a análise da empresa será feita com base na data da oferta hostil de aquisição das ações da Perdigão pela Sadia, este capítulo fará uma breve descrição da empresa neste momento. Isto será feito pois hoje a empresa já expandiu as suas atividades para outros segmentos, tanto através de aquisições, quanto de forma orgânica. Essas expansões não podem ser incorporadas à avaliação da empresa neste momento pois a estratégia da empresa não era conhecida a priori.

Em 2005, a Perdigão já era uma das maiores companhias brasileiras do ramo alimentício, com foco em aves, suínos, e alimentos processados. A empresa era um negócio verticalmente integrado que produzia mais de 2.000 itens, que eram distribuídos a clientes no Brasil e em mais de 100 países. Seus produtos incluíam frangos inteiros e cortes de frango congelados, cortes de suínos congelados, cortes de bovinos congelados, alimentos processados, produtos lácteos, margarinas, farelo de soja e farinha de soja refinada, bem como ração animal.

A empresa vendia seus produtos sob as marcas Perdigão, Chester e Batavo, que estavam entre as marcas mais reconhecidas no Brasil. Ela também possuía marcas reconhecidas em mercados externos, tais como a Perdix, que era usada na maior parte dos mercados externos, Fazenda, na Rússia, e Borella, na Arábia Saudita.

A Perdigão era um dos produtores líderes de industrializados de carnes no Brasil, com participação de mercado de aproximadamente 25%, e de carnes processadas congeladas, com participação de mercado de aproximadamente 34%, com base nos volumes de vendas no ano de 2005, de acordo com A.C. Nielsen⁷ do Brasil S.A.

A empresa operava 16 unidades de processamento de carne (das quais 13 eram de sua propriedade, uma era arrendada e duas operadas através de contratos de industrialização com terceiros), 13 incubatórios, 7 fábricas de rações, duas fábricas de produtos lácteos e uma fábrica de processamento de soja.

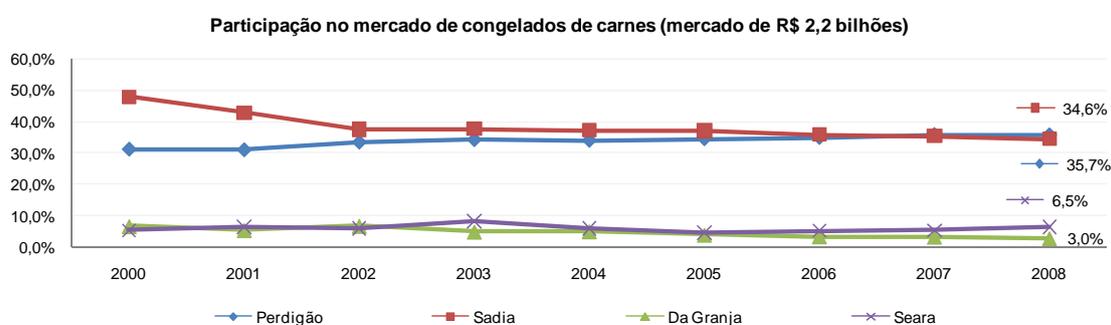
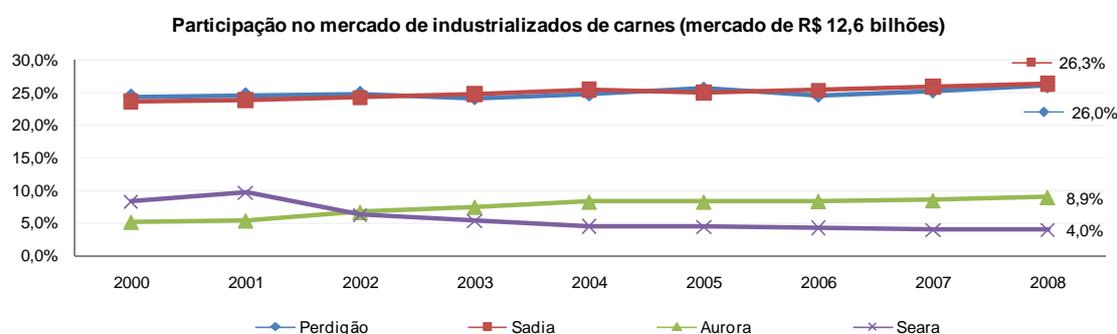
Em 2005, a empresa era a segunda maior exportadora brasileira de produtos de aves, estava entre as maiores exportadoras do mundo. Além disso, a companhia era a segunda maior exportadora brasileira de produtos de suínos. Suas exportações eram direcionadas para aproximadamente 800 clientes, sendo que o mercado europeu

⁷ Instituto de pesquisas de mercado com presença mundial.

representou aproximadamente 28% das suas vendas líquidas em 2005, o Extremo Oriente 26%, a Eurásia (incluindo a Rússia) 22% e o Oriente Médio 18%, sendo os 6% restantes de outras regiões.

Dentre as suas vantagens competitivas, podemos citar que a Perdigão era uma das maiores companhias brasileiras do setor de produtos alimentícios, com marcas fortes e presença no mercado global, o que a permitia produção em larga escala e a deixava em posição de competir com os principais produtores de todo o mundo. Além disso, a companhia contava com ampla rede de distribuição no Brasil e no Mercado Externo.

Hoje, a empresa já expandiu seus negócios para outros setores, e fez uma fusão importante com a Eleva (antiga Avipal). Esta fusão fez com que a Perdigão ultrapassasse a sua principal competidora, Sadia, em faturamento, tornando-se a maior empresa brasileira de alimentos. Em 2006, as receitas de Perdigão e Eleva combinadas atingiram 8,2 bilhões de reais. A Sadia faturou 7,9 bilhões no período. Com esta aquisição, a Perdigão ganhou força em segmentos estratégicos, como o mercado de leite. Além disso, a companhia fez uma nova oferta de ações no Novo Mercado¹. Em 2007, a companhia apresentou uma alta taxa de crescimento, aumentando sua participação no mercado em vários segmentos.



Capítulo 5. Avaliação da Perdigão no momento da oferta hostil de aquisição das suas ações pela Sadia

Como o objetivo da avaliação da Perdigão é concluir se o preço oferecido pela Sadia na sua Oferta Pública de Aquisição (“OPA”) das ações da Perdigão foi justo, foi necessária fazer a análise da companhia no momento desta oferta, levando em conta somente as informações disponíveis à Sadia neste mesmo instante.

Sendo assim, como a OPA é datada de julho de 2006, foram usados como base para as projeções o Demonstrativo de Resultado de Exercício e o Balanço Patrimonial de dezembro de 2005, que refletiram os resultados acumulados durante tal ano.

5.1 Projeção do Demonstrativo de Resultado do Exercício

5.1.1 Receita

A receita da Perdigão é composta da venda de seus produtos para os seus dois diferentes mercados de atuação, o doméstico e de exportação.

Para a projeção da receita, foi feita a multiplicação do volume de vendas de cada classe de produto (in-natura, elaborados e produtos a base de soja), por tipo de mercado, pelo preço exercido deste produto em tal mercado em reais. Para o mercado doméstico, os preços foram considerados diretamente em reais. Já no mercado internacional, a variação dos preços é calculada em dólares, para depois ser convertida para reais com base na taxa de câmbio esperada⁸. A base para as projeções foi o resultado anual de 2005, quando as vendas para o mercado doméstico representaram 52% do total. Neste ano, foram vendidas 1.389 toneladas de produtos in natura e elaborados.

Devido ao número de fatores externos que impactam as vendas da empresa, como possíveis embargos, como em 2006, e a variação no dólar, imagina-se que a receita advinda do mercado externo deve ser mais volátil que a do mercado interno, onde os preços já são dados em reais e não há risco de embargos comerciais, possíveis causadores de mudanças bruscas no volume exportado.

Como a empresa não divulga suas expectativas acerca do crescimento das suas vendas e da evolução dos preços, foi feita uma projeção conservadora destes números,

⁸ a taxa de câmbio esperada foi obtida junto ao Banco Central do Brasil.

considerando o crescimento do volume de vendas igual ao crescimento do PIB esperado⁹ e o crescimento dos preços igual ao índice de preços ao consumidor (IPCA) esperado¹⁰. Essas premissas foram utilizadas tanto para o mercado doméstico quanto para as exportações. Desta forma, a participação dos mercados na formação da receita mudou um pouco nos primeiros anos, quando é projetada uma apreciação do Real, com maior participação do mercado doméstico, e nos últimos anos de projeção, com uma depreciação esperada do Real, a participação do mercado de exportação novamente aumenta.

5.1.2 Deduções da Receita Bruta

Os impostos que incidem diretamente na receita bruta da Perdigão são o PIS, a Cofins, o ICMS. Além destes, a empresa paga também descontos ou devoluções de produtos. Deve-se notar que tanto o PIS, quanto a Cofins e o ICMS só incidem sobre a receita bruta doméstica. Sendo assim, como é projetado um aumento de participação deste mercado devido à apreciação do Real, o percentual das deduções em termos da receita bruta total aumenta nos primeiros anos de projeção.

A alíquota média de incidência destes impostos é de 1,65% da receita bruta doméstica para o PIS, 7,60% da receita bruta doméstica para a Cofins e 12,0% da receita bruta doméstica para o ICMS. As devoluções de vendas foram projetadas em 1,0% da receita bruta total. Estes encargos somados representam 12,4% da receita bruta total em 2005, e variam entre 12,6% e 13,8% da receita bruta no período de projeção, de acordo com a participação do mercado doméstico no total de vendas. Estes percentuais foram divulgados pela própria companhia.

5.1.3 Custos e Despesas Operacionais

O custo dos produtos vendidos da empresa inclui o custo com mão-de-obra em suas unidades de produção, matérias-primas (incluindo milho, farelo de soja, soja, suínos, invólucros para linguiças, micro-nutrientes para ração e outras matérias-primas),

⁹ O crescimento do PIB esperado foi obtido junto ao Banco Central do Brasil.

¹⁰ O crescimento do IPCA esperado foi obtido junto ao Banco Central do Brasil.

embalagens, ovos de criação e de suínos de criação, transporte de matéria-prima para as unidades de produção, e depreciação e amortização relativo às unidades de produção.

Os principais custos de matérias-primas são os grãos (milho e soja) e suínos adquiridos de terceiros. Deve-se notar que como os animais criados consomem ao custo médio da ração animal, o impacto da valorização do real em relação à taxa de câmbio aplicada aos principais insumos acontece gradualmente, contrariamente ao impacto nas receitas de exportação, que ocorre imediatamente.

As despesas operacionais consistem, principalmente, em despesas com vendas, gerais e administrativas, e remuneração da administração. As despesas com vendas incluem os gastos com o embarque e transporte dos produtos de unidades de produção para os clientes, a mão-de-obra referente à equipe de vendas, propaganda e armazenagem dos produtos. As despesas gerais e administrativas incluem custos com mão-de-obra para o pessoal administrativo, energia e manutenção.

Tanto os custos dos produtos vendidos (CPV), quanto as despesas operacionais de vendas, gerais e administração estão sendo projetados como um percentual fixo da receita líquida igual ao período de 2005. Isto é feito pois nos anos anteriores este percentual mudou pouco, podendo ser considerado constante. Seguindo esta premissa, o CPV foi projetado com um percentual de 71,7% da receita líquida, os gastos com vendas, gerais e administração ficaram em 15,4% da receita líquida e as despesas com a diretoria ficaram em 0,2% da receita líquida.

Devido à normas da receita federal, as despesas com depreciação e amortização foram calculadas com base em diferentes taxas, dependendo da natureza do ativo imobilizado em questão: 5% ao ano sobre o imobilizado bruto para edificações, 10% ao ano sobre o imobilizado bruto para máquinas e equipamentos e 20% ao ano sobre o diferido bruto para o ativo diferido.

5.1.4 Despesas Financeiras

A linha de despesa financeira é calculada a partir da multiplicação do valor da dívida líquida do período anterior pela taxa de juros. Para a dívida de curto prazo, é considerada a SELIC do ano, 15,1% ao ano em 2006, e para a dívida de longo prazo é considerada a TJLP de 7,85% ao ano em 2006 mais um acréscimo de 4,0%. Estas taxas se referem à taxa de juros paga pela empresa aos seus credores.

5.1.5 Impostos sobre o Lucro

A Perdigão paga uma alíquota conjunta de Imposto de Renda e Contribuição sobre o Lucro Líquido de 34,0% sobre o seu lucro antes de impostos. No entanto, esta despesa com impostos sobre o lucro acaba sendo menor, pois sofre ajustes a cada ano de juros sobre capital próprio, diferença de alíquotas sobre os resultados no exterior, entre outros. Por isso, a alíquota usada para a projeção dos impostos sobre o lucro antes de impostos foi a observada em 2005, de 13,9%. Acrescido a este gasto, está sendo considerado um pagamento de participação sobre o lucro para os funcionários da empresa da ordem de 6,5% sobre o lucro, como observado em anos anteriores.

5.2 Projeção do Balanço Patrimonial

5.2.1 Ativo Circulante

A linha de caixa e equivalentes é projetada através da soma do que a empresa tinha em caixa no período anterior com a geração de caixa do período corrente. Essa variação é calculada pelo somatório do fluxo de caixa da firma com o pagamento de dividendos. O fluxo de caixa da firma é o fluxo de caixa operacional subtraído do investimento em capital fixo e da variação da dívida (negativa em caso de pagamentos ou positiva quando há novas emissões).

Foi utilizada como premissa de investimento em capital fixo a manutenção dos ativos imobilizados, ou seja, é projetado um investimento anual de valor igual ao que é depreciado, de forma que o imobilizado líquido fique constante ao longo do tempo. Tal premissa foi adotada porque a empresa não divulga nenhum plano de investimento, e porque não é razoável assumir que a empresa não fará investimento algum.

O fluxo de caixa operacional é o lucro líquido somado das despesas com depreciação e amortização, e decrescido do investimento em capital de giro, que é a variação da diferença do ativo circulante, menos o caixa, com o passivo circulante, menos a dívida de curto prazo, do período corrente com o período anterior.

A linha de clientes é calculada a partir da multiplicação da receita líquida pela divisão do número de dias que a empresa espera para receber por estas contas com o número de dias total do período sob análise. Considera-se o número de dias que a empresa tem de esperar para receber por este ativo no período a ser projetado igual ao número de dias do período anterior que é simplesmente calculado pelo produto da linha

contas a receber deste período com o número de dias deste mesmo período, dividido pela receita líquida. O mesmo raciocínio é feito no cálculo da linha de estoques, mas neste caso se usa o custo dos produtos vendidos, ao invés da receita líquida. Os outros ativos circulantes são projetados como um percentual fixo da receita líquida.

5.2.2 Ativo Realizável a Longo Prazo

O ativo realizável a longo prazo é composto basicamente de aplicações financeiras, impostos a recuperar, impostos diferidos e outros direitos de longo prazo. Pela natureza destes ativos, esta linha foi projetada com o mesmo valor observado no período de 2005.

5.2.3 Ativo Permanente e Diferido

O ativo permanente é projetado a partir do ativo imobilizado bruto do período anterior somado ao investimento em capital fixo (Capex) e decrescido da depreciação do período. Foram usadas três taxas diferentes para o cálculo da depreciação. Para as edificações, foi utilizada uma taxa de 5% ao ano, máquinas e equipamentos foram depreciados em 10% ao ano e o ativo diferido foi depreciado em 20% ao ano. Como dito anteriormente, foi calculado um investimento em capital fixo de igual montante à depreciação do período, de forma que o ativo permanente e o diferido ficassem constantes ao longo do tempo.

5.2.4 Passivo Circulante

O passivo circulante é composto de contas a pagar (fornecedores), empréstimos de curto prazo, e outros passivos circulantes.

As contas a pagar são calculadas a partir do produto do custo dos produtos vendidos (“CPV”) pela divisão do número médio de dias que a empresa tem para pagar seus fornecedores com o número de dias total do período sob análise. Este número médio de dias é calculado a partir do número de dias total do período anterior multiplicado pela contas a pagar deste mesmo período e dividido pelo CPV deste período.

Para o cálculo da linha de empréstimos de curto prazo, é assumido que a empresa necessita de um caixa mínimo. Quando o fluxo de caixa da firma, acrescido do caixa do período anterior, resulta em um caixa maior do que o mínimo exigido (0,5% da receita líquida), a empresa usa todo o caixa excedente para pagar as dívidas de curto prazo. Se este valor resulta em um caixa menor do que o mínimo, ela toma dinheiro emprestado para suprir a sua necessidade de caixa. A taxa de juros que a empresa paga em caso de existência de empréstimos de curto prazo é igual à Selic acrescida de 0,5% ao mês. No caso da Perdígão as dívidas de curto prazo são quitadas no primeiro ano devido ao fluxo de caixa bastante positivo e à boa posição de caixa no ano base da projeção.

A conta “outros passivos circulantes” inclui salários a pagar, provisões, tributos a pagar, entre outros, e é projetada como um percentual fixo da receita líquida com base no ano de 2005. Este percentual foi de 4,2%.

5.2.5 Passivo Exigível de Longo Prazo

O passivo exigível de longo prazo é composto das linhas de empréstimos, obrigações tributárias e outros (basicamente provisões e impostos diferidos). As duas últimas linhas são perpetuadas com o valor do ano base de 2005. Os empréstimos de longo prazo são simplesmente o montante do período anterior, somado a novas emissões e decrescidos de eventuais pagamentos. Como não são projetadas novas emissões nem pagamentos esta conta também se manteve constante.

5.2.6 Patrimônio Líquido

O patrimônio líquido é composto do capital social, reservas e lucros acumulados. O capital social e as reservas são mantidos constantes ao longo do tempo e os lucros acumulados são a soma dos lucros acumulados até o período anterior com o lucro líquido do período corrente, subtraído dos dividendos pagos.

5.3 Projeção do Fluxo de Caixa

A projeção do fluxo de caixa operacional da firma foi determinada a partir do lucro líquido projetado somado às despesas com depreciação e amortização e decrescido

de investimentos em capital de giro e capital fixo, dividendos e pagamentos de dívida. A política de dividendos da empresa é distribuir 31,6% do lucro líquido do período.

Capítulo 6. Resultado da avaliação

6.1 Cálculo do valor da empresa pelo método de Fluxo de Caixa Descontado

Nó cálculo do valor por ação da Perdigão S.A., foi considerada uma taxa livre de risco de 5,0%, um beta de 0,94, um imposto da ordem de 34%, uma razão dívida / patrimônio líquido de 136,9%, um prêmio de risco de 2,0%, uma diferença de inflação histórica entre Brasil e EUA de 3,5%, um custo da dívida (líquido de impostos) de 9,1% e uma taxa de crescimento na perpetuidade de 3,5%. A partir de tais premissas, o custo do capital próprio foi determinado na ordem de 15,2% e o custo médio ponderado do capital foi estabelecido em 11,6%, com participação de 42,2% do capital próprio e 57,8% da dívida.

O valor presente do valor terminal¹¹ da empresa foi calculado em R\$ 2.676 milhões. Este valor representa as expectativas quanto ao crescimento do Produto Interno Bruto brasileiro no longo prazo. O valor presente do fluxo de caixa da firma foi estimado em R\$ 2.384 milhões e o valor da dívida líquida foi calculado em R\$ 308 milhões. Assim, a partir do somatório do valor presente do valor terminal da empresa com o valor presente do fluxo de caixa da firma e o valor da dívida líquida, projeta-se o valor da Perdigão S.A. da ordem de R\$ 5.060 milhões. O valor da firma é subtraído do valor da dívida líquida (dívida total menos o caixa disponível) de R\$ 308 milhões, gerando um valor de mercado de R\$ 4.752 milhões. Este valor é dividido pelo número de ações em julho de 2006, a fim de se calcular o valor por ação desta empresa. Este valor fixou em R\$ 35,59 e representa um valor 27,6% maior do que a oferta inicial da Sadia pela Perdigão, de R\$ 27,88, e 22,7% maior do que a oferta final de R\$ 29,00.

Deve-se lembrar que a avaliação foi feita de forma bastante conservadora. Não foram levadas em conta potenciais sinergias que seriam criadas com a fusão das duas empresas, como por exemplo, um melhor ciclo de caixa, que permitiria à empresa investir menos dinheiro em capital de giro, e redução de despesas operacionais e custos com matérias primas. Além disso, a taxa de desconto utilizada é nominal, ou seja, inclui

¹¹ O valor terminal da empresa é a multiplicação do fluxo de caixa projetado para o último ano pela taxa de crescimento na perpetuidade dividido pela diferença do custo médio ponderado de capital com esta taxa de crescimento na perpetuidade.

a inflação. Sendo assim, o crescimento na perpetuidade de 3,5% considerado é bastante baixo, pois é menor do que a inflação projetada no período.

6.2 Comparação dos resultados obtidos com os valores da oferta

Como dito anteriormente, o valor encontrado pela avaliação de Fluxo de Caixa Descontado para a Perdigão S.A., usando como base o Demonstrativo de Resultados do Exercício e Balanço Patrimonial de 2005, foi 35,9% maior do que a oferta inicial da Sadia, de R\$ 27,88, e 30,7% maior do que a oferta final de R\$ 29,00.

Tendo em mente que a avaliação foi feita de uma forma bastante conservadora, não levando em conta potenciais sinergias e considerando um crescimento baixo na perpetuidade, conclui-se que os acionistas da Perdigão tomaram a atitude certa ao negar o valor oferecido pela Sadia.

Tabela 1: Fluxo de caixa desalavancado projetado da Perdigão.

Valuation R\$ 000	Projetado										
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Crescimento da Perpetuidade	3,5%										
Taxa de desconto em R\$	11,6%										
Fluxo de caixa livre para empresa											
EBIT		570	589	602	667	732	801	874	957	1.026	1.146
Taxa efetiva		34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%	34,0%
EBIT (1-Taxa efetiva)		376	389	398	440	483	529	577	632	677	756
Mais: Depreciação & Amortização		93	102	112	124	138	154	173	194	220	201
Menos: Variação do Capital de Giro		(12)	(37)	(33)	(92)	(95)	(103)	(110)	(126)	(114)	(123)
Menos: Fluxo de caixa dos investimentos		(93)	(102)	(112)	(124)	(138)	(154)	(173)	(194)	(220)	(201)
Fluxo de caixa livre da empresa		365	352	365	348	388	426	467	506	563	633
Fluxo de caixa descontado		327	282	262	224	224	220	216	210	209	210
Valor Terminal em 2015											8.049
Multiplo de EBITDA Implícito											6,0x
Valor Presente - Valor Terminal	2.676										
		Ano 01	Ano 02	Ano 03	Ano 04	Ano 05	Ano 06	Ano 07	Ano 08	Ano 09	Ano 10
		333	293	277	241	245	245	245	242	246	252
		321	273	248	209	205	198	191	182	178	176
									WACC	Valor pres	Valor Term
									9,6%	4.250	10.671
									13,6%	1.798	6.461

Tabela 2: Resultado da avaliação da Perdigão por fluxo de caixa descontado e tabelas de sensibilidade.**Tabelas de Sensibilidade**

	3,5%		
	9,6%	11,6%	13,6%
Crescimento na Perpetuidade	3,5%		
Taxa de Desconto (WACC)	11,6%		
Valor Presente de:			
FCFF Ano 01	333	327	321
FCFF Ano 02-10	2.286	2.057	1.859
Valor Terminal	4.250	2.676	1.798
Valor da Empresa	6.869	5.060	3.978
Caixa	818	818	818
Total de Dívida	(1.125)	(1.125)	(1.125)
Valor de mercado	6.561	4.752	3.671
Número de ações (em Jul/06)	134	134	134
Preço por ação	49,14	35,59	27,49
Múltiplos implícitos da avaliação			
Números de 2006			
EV/Receita Líquida	1,3x	1,0x	0,8x
EV/EBITDA	10,4x	7,6x	6,0x
Números de 2007			
EV/Receita Líquida	1,3x	0,9	0,7x
EV/EBITDA	9,9x	7,3x	5,8x

Valor da Empresa (R\$ milhões)		Perpetuidade		
		2,5%	3,5%	4,5%
WACC	9,6%	6,3	6,9	7,8
	10,6%	5,4	5,9	6,5
	11,6%	4,8	5,1	5,5
	12,6%	4,2	4,5	4,8
	13,6%	3,8	4,0	4,2
EV/EBITDA 2006		Perpetuidade		
		2,5%	3,5%	4,5%
WACC	9,6%	9,5x	10,4x	11,8x
	10,6%	8,2x	8,9x	9,7x
	11,6%	7,2x	7,7x	8,3x
	12,6%	6,4x	6,8x	7,2x
	13,6%	5,8x	6,0x	6,4x

Tabela 3: Cálculo do custo de capital próprio (CAPM), do custo da dívida e do custo ponderado de capital (WACC).

Cálculo do custo do equity - CAPM (R\$)	
Taxa Livre de Risco (T-Note 10 anos)	5,0%
Retorno do S&P500 (Média 10 anos)	10,0%
Prêmio de Risco	5,0%
Média da Diferença de Inflação Brasil-EUA	3,5%
Risco País (Brasil)	2,0%
Beta	0,94
Custo do Equity	15,2%
Cálculo do custo da dívida (R\$)	
Taxa de imposto	34,0%
Custo da Dívida (R\$)	13,7%
Custo da Dívida (R\$)	9,1%
Cálculo do WACC	
Custo do Equity	15,2%
E/(D+E)	42,2%
Custo da Dívida Líquida de Impostos	9,1%
D/(E+D)	57,8%
WACC nominal em R\$	11,6%

Capítulo 7. Conclusão

Como analisamos, as aquisições hostis são executadas através de três principais táticas: abraço de urso, OPAs e guerras de representantes. Dessas, a mais popular e efetiva é a OPA. No entanto, sua execução esbarra nas defesas que estão sendo implementadas por empresas em geral, e que vêm se tornando cada vez mais efetivas e difíceis de contornar. Tanto essas táticas de execução de ofertas hostis, quanto as defesas impactam o retorno ao acionista da empresa que as põe em prática.

No caso da empresa que está realizando a oferta, estudamos que quando a mesma obtém sucesso, o retorno gerado para os acionistas é geralmente positivo. Quando há insucesso, o retorno aos acionistas é negativo, já que a empresa incorre em custos para a realização de todo este processo. Também foi colocado que o prejuízo aumenta quando a empresa alvo em questão é adquirida por um outro concorrente, o que evidencia que de fato ela representava um bom investimento.

Já as medidas defensivas encontram em alguns casos problemas para a sua implantação. Os que opõem tais medidas alegam que empresas com boa administração vão maximizar o retorno aos acionistas, levando o preço das suas ações a patamares seguros, em que será muito custoso para um potencial comprador engajar um processo de aquisição hostil. Além disso, empresas que contam com o apoio dos acionistas estarão sempre protegidas contra este tipo de ameaça, pois são esses que decidem a favor ou contra a atual administração da companhia. Os que defendem a implementação de medidas defensivas pelas empresas seguem basicamente o raciocínio de que uma eventual oferta hostil pode ser feita simplesmente por motivos especulativos, quando compradores visam exclusivamente retornos excessivos no curto prazo, colocando o futuro da companhia em xeque.

No Brasil, apesar do mercado de fusões e aquisições estar bastante aquecido, não é comum vermos ofertas hostis de aquisição de ações. Isto ocorre por alguns motivos. Em primeiro lugar, o controle das empresas brasileiras é muito concentrado em relação às americanas. Isto atrapalha o sucesso de uma eventual OPA, já que seu resultado dependerá muito da decisão de dois ou três acionistas da empresa alvo, que detêm blocos muito grandes de ações. Em segundo lugar, as empresas que têm o controle pulverizado pertencem ao Novo Mercado, que dá direitos adicionais ao acionista

minoritário, como o “tag along”, o que aumenta muito o custo de uma eventual oferta hostil. Além disso, como o Brasil está em um momento de franca expansão, as empresas locais são negociadas a múltiplos muito altos, que incorporam altas expectativas de crescimento de receita e lucro operacional, tornando as aquisições hostis muito menos atrativas, pois elas geralmente incluem o pagamento de um prêmio sobre as aquisições realizadas de forma “amigável”.

A tentativa de aquisição da Perdigão pela Sadia esbarrou em um desses fatores, que foi a concentração exacerbada do controle da companhia. No entanto, esta tentativa representou a primeira oferta deste tipo na história do mercado brasileiro, o que certamente deixa outras empresas atentas a esta possibilidade. Por outro lado, o resultado da análise feita pelo método de fluxo de caixa descontado da Perdigão indicou que, do ponto de vista dos acionistas, o resultado da oferta foi correto. A análise foi feita de forma conservadora, não considerando eventuais sinergias como melhora do ciclo operacional, ganho de margens, ou crescimento compatível com o do PIB nominal na perpetuidade, mas mesmo assim indicou que o preço oferecido pela Sadia subestimou o valor da Perdigão.

Capítulo 8. Bibliografia

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffery F. **Corporate Finance**. 7th ed. New York: McGraw-Hill International Edition, 2005.

GAUGHAN, Patrick A. **Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings**. 4th ed. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2007.

SADIA S.A., Comunicado à imprensa, **Oferta pública para aquisição das ações da Perdigão**. São Paulo, 16 jul. 2006. Disponível em: <<http://ri.sadia.com.br/>>. Acesso em: 02 abr. 2008.

SADIA S.A., Comunicado à imprensa, **OPA Perdigão**. São Paulo, 19 jul. 2006. Disponível em: <<http://ri.sadia.com.br/>>. Acesso em: 02 abr. 2008.

SADIA S.A., Comunicado à imprensa, **OPA Perdigão**. São Paulo, 21 jul. 2006. Disponível em: <<http://ri.sadia.com.br/>>. Acesso em: 02 abr. 2008.

PERDIGÃO S.A., **Estatuto Social**. Disponível em: <<http://www.perdigao.com.br/ri/>>.

CVM, **Resultados trimestrais**. Rio de Janeiro. Disponível em: <www.cvm.gov.br>.

CVM, **Demonstrações financeiras padronizadas**. Rio de Janeiro. Disponível em: <www.cvm.gov.br>.

CVM, **Informações anuais**. Rio de Janeiro. Disponível em: <www.cvm.gov.br>.