

Lição de síntese

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS:

**DA OFERTA E NEGOCIAÇÃO DO PREÇO DE AQUISIÇÃO
COM CRIAÇÃO DE VALOR**

Prova de Agregação

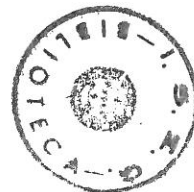
João Carlos Carvalho das Neves

Lisboa, 1997

Biblioteca
HG4028.V3 .N48 1997
49342

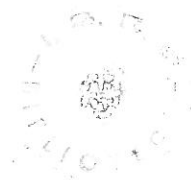
AVALIAÇÃO DE EMPRESAS:

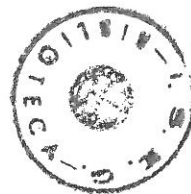
DA OFERTA E NEGOCIAÇÃO DO PREÇO DE AQUISIÇÃO COM CRIAÇÃO DE VALOR



A presente lição foi elaborada de acordo com o disposto na alínea a) do n.º 1 do art.º 9.º do Decreto-Lei n.º 301/72, de 14 de Agosto, aplicável por virtude do preceituado no art.º 24.º do mesmo diploma.

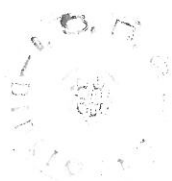
Lição apresentada no Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa, para as provas de agregação em gestão.





INDÍCE

PREFÁCIO	2
1. INTRODUÇÃO	4
2. AVALIAÇÃO FINANCEIRA DA EMPRESA.....	6
2.1 FÓRMULA GERAL DE AVALIAÇÃO.....	7
2.2 MODELOS DE AVALIAÇÃO COM DUAS FASES DE FLUXOS DE CAIXA	11
2.2.1 Valor residual de anuidades constantes e finitas	11
2.2.2 Valor residual de anuidades constantes e perpétuas.....	12
2.2.3 Valor residual de anuidades crescentes e finitas.....	13
2.2.4 Valor residual de anuidades crescentes e perpétuas.....	13
2.3 MODELOS DE AVALIAÇÃO COM TRÊS FASES DE FLUXOS DE CAIXA	14
2.4 PRINCÍPIOS E MÉTODOS DA AVALIAÇÃO PELOS FLUXOS DE CAIXA.....	15
2.4.1 Os fluxos de caixa.....	17
2.4.2 Custo de capital.....	18
3. A SINERGIA E A CRIAÇÃO DE VALOR PARA O COMPRADOR	21
3.1 ESTIMATIVA DA SINERGIA	21
3.2 O GANHO LÍQUIDO NA AQUISIÇÃO FACE À MELHOR ALTERNATIVA	30
3.3 AQUISIÇÕES AMIGÁVEIS E NEGOCIAÇÃO COOPERANTE	33
3.4 ESTIMATIVA DO INTERVALO DE NEGOCIAÇÃO	37
4. CONCLUSÃO	40
ANEXO 1 - METODOLOGIA GERAL DE AVALIAÇÃO.....	42
ANEXO 2 - VALOR RESIDUAL COM FLUXOS DE CAIXA CONSTANTES	43
ANEXO 3 - VALOR RESIDUAL COM FLUXOS DE CAIXA COM CRESCIMENTO CONSTANTE..	45
ANEXO 4 - REGRESSÃO DE MERCADO DA JERÓNIMO MARTINS E DA VIDAGO	47
ANEXO 5 - CASO JERÓNIMO MARTINS - VIDAGO	48
ANEXO 6 - AVALIAÇÃO DA SINERGIA E DOS PREÇOS DE NEGOCIAÇÃO	56
BIBLIOGRAFIA.....	61



PREFÁCIO

Esta lição de síntese pretende satisfazer os requisitos definidos no alínea a) do nº 1 do artº 9º do Decreto-Lei nº 301/72 para efeitos de provas de agregação. A lição enquadra-se no curso de Pós-Graduação em Análise Financeira, na disciplina de Finanças Empresariais, que no 2º ciclo trata da avaliação de investimentos e empresas. Os alunos são todos formados em gestão de empresas ou economia e com vários anos de experiência profissional na área financeira.

O objecto da lição é a utilização das metodologias de avaliação financeira de empresas, como instrumento de apoio nos processos de aquisição de empresas, na definição dos preços de aquisição e das estratégias de negociação com vista à criação de valor. Começa por justificar-se a importância da avaliação na aquisição de empresas. Depois, relembram-se conceitos e questões fundamentais nos métodos de avaliação de empresas pelos fluxos de caixa actualizados e na determinação do valor residual da empresa.

Ao iniciar propriamente o objecto da lição, começa por descrever-se o modo como as técnicas de avaliação podem intervir positivamente na preparação das negociações. Para isso, utilizam-se os conceitos de sinergia e de melhor alternativa (BATNA - Best alternative to a negotiated agreement, Fisher e Ury, 1981). A sinergia serve para determinar o valor criado pela aquisição e a melhor alternativa para explicar o intervalo de preços aceitáveis pelas partes para concretizar um acordo.

De referir que, ao longo da explicação teórica, vai utilizar-se um caso prático que pretende servir de exemplificação dos conceitos discutidos e para manter a audiência mais interessada no tema. Escolheu-se o caso da Oferta Pública de Aquisição (OPA) lançada pela Jerónimo Martins sobre a Sociedade de Águas do Vidago, cuja descrição dos acontecimentos e demonstrações financeiras das sociedades oferente e visada se encontram no anexo 5 e as avaliações efectuadas no anexo 6. A escolha recai sobre este caso por diversos motivos:

- a) O caso é recente e de empresas muito conhecidas no mercado, o que tende a suscitar maior interesse por parte da audiência;

- b) O autor não tem, nem teve qualquer relacionamento profissional com a sociedade visada ou com a sociedade oferente, tendo por esse motivo liberdade para comentar e analisar o caso sem o risco de violar qualquer segredo profissional;
- c) Além da OPA existiu anteriormente um processo negocial com o maior accionista da empresa visada de modo a fixar o preço e garantir o sucesso de lançamento da OPA;
- d) Ambas as empresas são cotadas e têm uma dimensão que suscita o interesse por parte dos media. Desse modo existe informação pública que pode ser utilizada pelo analista externo. A partir dessa informação pública é possível criar alguns pressupostos de desenvolvimento das empresas que se reflectem nas avaliações antes e após a aquisição.

De entre os modelos existentes de avaliação pelos fluxos de caixa actualizados, para aplicação da metodologia de avaliação da sinergia, dos BATNA e do intervalo de preços aceitáveis pelas sociedades alvo e oferente, optou-se por utilizar o método do custo médio, aplicado ao caso da JM - Vidago. Além de ser o mais utilizado na prática, a escolha deste modelo deriva também do facto de os pressupostos de estabilidade do endividamento, que o modelo exige, se terem verificado, no passado, em ambas as empresas, admitindo-se a continuidade dessa política financeira.

Termina-se com uma conclusão sobre as limitações da metodologia apresentada para a definição do preço de aquisição. Como existem diferentes percepções por parte dos negociadores, o modelo de avaliação dos preços de negociação pode refinar-se para acomodar essas percepções. Por exemplo, pode estimar-se a probabilidade de existência de espaço negociais e de concretização da operação, face às expectativas e percepções que o oferente possa ter sobre as expectativas dos responsáveis da empresa alvo.

1. Introdução

A inovação financeira em produtos que procuram satisfazer as necessidades e interesses dos detentores de capital da empresa alvo e da empresa oferente tem sido uma área de grande desenvolvimento das finanças empresariais e tem permitido a concretização de fusões e aquisições que de outro modo não se realizariam. As estratégias e táticas de defesa por parte dos gestores das empresas alvo são também cada vez mais requintadas. Apesar de toda a inovação financeira e jurídica em torno das fusões e aquisições, a avaliação das empresas e das sinergias continua a ser uma questão difícil, central e polémica, quer no mundo empresarial, quer académico. A sinergia é, normalmente, o argumento económico utilizado pelos gestores para justificar a aquisição da empresa alvo. No mundo académico diversas teorias têm surgido como forma de justificação das fusões e aquisições. Alguns autores são, no entanto, muito cépticos relativamente às motivações dos gestores nos processos de aquisição e que estes nem sempre procuram, com estes processos, criar valor para os accionistas.

Uma aquisição só tem justificação económica se o preço pago para adquirir o controlo da empresa alvo for inferior ao valor que dela resulta para o seu comprador.

A sociedade oferente pode valorizar a sua participação na sociedade alvo por diversas formas. Em primeiro lugar, a empresa alvo pode estar subavaliada pelo mercado. Se isso acontecer, estará em causa o princípio da eficiência de mercado. Nesse caso, as fusões e aquisições funcionam apenas como um meio de colocar o preço da acção mais próximo do seu real valor e, por isso, uma forma de completar e tornar mais eficiente o mercado de capitais.

Uma das razões da subavaliação pode estar na ineficiência da gestão da empresa alvo. Como o accionista minoritário não tem poder sobre os factores determinantes do valor da empresa, para ele, o valor da empresa está na expectativa de dividendos e mais valias resultantes do crescimento futuro provocado pelas aplicações dos resultados retidos. Já o accionista que detém o controlo baseia a sua avaliação na expectativa que tem sobre os fluxos de caixa que controla. Se a empresa estiver a implementar uma estratégia adequada, num ambiente de

competitividade perfeita, então as duas formas de avaliação - do accionista minoritário e do accionista maioritário - serão semelhantes. Neste caso, seria indiferente para os accionistas minoritários que a empresa distribuisse lucros ou que os reinvestisse no financiamento do crescimento futuro. Mas, por vezes, as empresas não seguem as estratégias mais adequadas à criação de valor para os seus accionistas. O reinvestimento de lucros não produz os resultados desejados pelos accionistas, criando, assim, oportunidades financeiras para uma tomada de controlo por terceiros. Como estas tomadas de controlo exigem o pagamento de um prémio sobre o preço de cotação do momento, só se tornam racionalmente possíveis se a expectativa de fluxos futuros da empresa alvo sob controlo da oferente for superior aos dividendos esperados pelos accionistas da empresa alvo. Nesta perspectiva, as fusões e aquisições são um mercado pelo controlo das empresas (market for corporate control) funcionando como uma alternativa às Assembleias Gerais de Accionistas para a substituição de Administrações menos eficientes por Administrações mais eficientes. Claro que esta perspectiva das fusões e aquisições gera muita polémica, nomeadamente, em torno das motivações que animam as Administrações.

No caso de as empresas estarem a ser geridas de forma eficiente e estarem cotadas ao seu real valor, o pagamento de um prémio sobre o preço de cotação, só faz sentido económico se existirem sinergias entre as empresas oferente e alvo. Isto é, quando as duas empresas geridas em conjunto têm um valor superior à soma das duas empresas geridas de forma independente.

A sinergia pode resultar da criação de vantagens competitivas sustentadas ou da eliminação de desvantagens competitivas. A empresa fundida pode melhorar a rendibilidade dos capitais ou reduzir o risco através das economias de escala e de extensão, do melhor controlo dos canais de distribuição ou dos fornecimentos. Nesse caso, a justificação económico-financeira reside no facto de ser mais económico para a sociedade oferente adquirir a empresa alvo, do que desenvolver essas capacidades e dimensões por via orgânica.

A realização da sinergia é um dos assuntos mais controversos na teoria e na prática das fusões e aquisições. Os gestores fundamentam as suas decisões de fusão ou aquisição na base de existência de sinergia entre as empresas, mas os gestores das empresas alvo, sujeitos a aquisições hostis, contestam a possibilidade de realização dessa sinergia. No meio académico, estudos empíricos sobre fusões e aquisições indicam que, em média, os

accionistas das empresas oferentes obtêm rendibilidades residuais negativas. Desses estudos conclui-se que os accionistas das empresas alvo, acabam por ser os ganhadores nestes processos de tomada de controlo do capital (takeovers), na medida em que realizam rendibilidades supra-normais favoráveis e a controvérsia recai sobre a existência ou não de sinergia. Alguns autores argumentam da inexistência de sinergias nas fusões e aquisições ou, pelo menos da sua não materialização, enquanto que outros avançam com a hipótese de transferência desse valor a favor dos accionistas da empresa alvo. Além disso, outros autores defendem que muitas fusões e aquisições são feitas por razões não explícitas. Por exemplo, visam satisfazer unicamente os interesses dos gestores, como defende a teoria directiva (Managerialism Theory - Reid 1968) e a teoria da agência (Agency Theory - Jensen, 1986) ou, por mero equívoco, como defende a teoria da "hubris" (Roll, 1986) em consequência de estimativas e perspectivas inadequadas, nomeadamente, na implementação das estratégias e na determinação do preço.

Deste modo, o processo de avaliação de empresas, o conhecimento das fontes de criação de e transferência do valor em cada caso concreto é fundamental para os processos de fusões, aquisições e reestruturações de empresas. A presente lição pretende discutir o processo de avaliação da sinergia e a sua utilização como instrumento de apoio à decisão e definição da estratégia de oferta de preço e negociação.

2. Avaliação financeira da empresa

A avaliação financeira da empresa faz-se através dos fluxos esperados de caixa, actualizados à taxa de custo de oportunidade do capital. Os fluxos de caixa são sustentados através das estratégias e posições competitivas. A situação e enquadramento da empresa na economia e no seu sector de actividade condiciona as vantagens competitivas e a sua manutenção no horizonte temporal. A posição competitiva da empresa tende a diminuir ao longo do tempo, a menos que a empresa construa, de forma dinâmica e sistemática, barreiras à entrada.

As vantagens competitivas da empresa, para além de sustentarem o volume de fluxos de caixa, contribuem também para a percepção do risco de negócio por parte dos investidores e, consequentemente, da rendibilidade exigida para o capital.

2.1 Fórmula geral de avaliação

A aquisição de uma empresa é um acto de investimento por parte do comprador. Existem vários métodos de avaliação de investimentos. O Valor Actual Líquido (VAL) é, reconhecidamente, superior a todos os outros. Mais recentemente, a teoria das opções tem criticado este método por pressupor uma gestão passiva de activos. De facto, a aquisição de uma empresa tem sempre inerente opções, nomeadamente, de adiamento da decisão de aquisição, de aquisição de empresas alvo alternativas ou ainda o crescimento orgânico. Este é um assunto a tratar pela disciplina quando discutir as opções reais no contexto de aplicação da teoria das opções à avaliação de empresas e investimentos.

O VAL é o valor actual dos fluxos futuros de caixa em que, normalmente, o fluxo de caixa do primeiro ano é, exclusivamente, o investimento:

Equação 2.1

$$VAL = -I_0 + \frac{FC_1}{(1+k_1)} + \frac{FC_2}{(1+k_1)(1+k_2)} + \dots + \frac{FC_n}{(1+k_1)(1+k_2) \dots (1+k_n)} \geq 0$$

em que :

I_0 = Investimento no período inicial

FC_i = Fluxo de caixa no período i.

k_i = Custo de capital ou exigência de rendibilidade para o período i.

i = número de períodos (normalmente número de anos)

Esta formula simplifica-se, na prática, com o pressuposto de que o custo de capital é constante no tempo:

Equação 2.2

$$VAL = -I_0 + \sum_{i=1}^n \frac{FC_i}{(1+k)^i} \geq 0$$

No caso de o VAL ser positivo, o projecto de investimento cria valor para o investidor. Nesse caso o valor dos fluxos futuros é superior ao valor do investimento a realizar.

A avaliação de empresas é em tudo idêntica à avaliação de investimentos. A única diferença matemática resulta de a incógnita ser o valor do investimento (I_0) e não o VAL. A questão que se coloca na avaliação de empresas é a de saber qual o preço máximo que o investidor está disposto pagar pela empresa a adquirir, de modo a que, o investimento que faz tenha um VAL positivo. Para que o VAL seja maior ou igual a zero resulta da fórmula anterior resulta o seguinte:

Equação 2.3

$$I_0 \leq \sum_{i=1}^n \frac{FC_i}{(1+k)^i}$$

A este investimento máximo designa-se o valor financeiro da empresa, o valor fundamental, o valor da empresa pelo método dos fluxos de caixa actualizados, ou simplesmente o valor da empresa (V_0):

Equação 2.4

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{FC_i}{(1+k)^i}$$

Este método estima o valor de continuidade da empresa baseando-se na estimativa dos fluxos de caixa futuros. Como a empresa é avaliada em continuidade, a sua vida é indeterminada e o número de períodos tende para infinito. De modo a evitar a estimativa de fluxos de caixa para muito além do imaginável, considera-se, por vezes, um horizonte temporal limitado no tempo, até a um período T. Nesse período de horizonte temporal estima-se que a situação da empresa e a situação concorrencial na indústria estabilize:

Equação 2.5

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{FC_i}{(1+k)^i} = \sum_{i=1}^T \frac{FC_i}{(1+k)^i} + \frac{VR_T}{(1+k)^T}$$

$n \rightarrow \infty$



A partir desse período desenvolvem-se, então, pressupostos de evolução continuada e uniforme dos fluxos de caixa, até um determinado período (geralmente o infinito). Calcula-se, assim, o valor residual no período T (VR_T) como o valor dos fluxos futuros no período T, através de pressupostos simplificados de evolução uniforme desses fluxos.

Nestes modelos de avaliação, os fluxos de caixa na primeira fase são estimados anualmente até ao ano T, tendo em conta a evolução anual previsional das variáveis determinantes do valor (value drivers). A partir da data T, inicia-se a segunda fase de comportamento dos fluxos de caixa, em que as variáveis determinantes do valor estabilizam e passam a ter um comportamento constante ao longo do tempo, traduzindo-se os fluxos de caixa no valor residual da empresa:

Equação 2.6

$$V_0 = \left[\sum_{i=1}^T \frac{FC_i}{(1+k)^i} \right] + \frac{VR_T}{(1+k)^T}$$

Para determinar o valor residual da empresa podem desenvolver-se diferentes pressupostos sobre a evolução uniforme dos fluxos de caixa. Resulta, assim, uma enorme quantidade de modelos de avaliação da empresa em função dos métodos utilizados na estimativa do valor residual. Nesta secção apresentam-se os modelos que, na opinião do autor, tendem a ser mais utilizados na prática, quer pela sua simplicidade, quer pelo sentido apelativo que têm do ponto de vista económico.

Os quatro modelos mais comuns são evidenciados na figura 2.1, em que o valor residual dos fluxos de caixa baseiam-se nos seguintes pressupostos em cada uma das situações de a) a d):

- a) anuidades constantes e finitas a partir do ano T;
- b) anuidades constantes e perpétuas a partir do ano T;
- c) anuidades finitas com taxa de crescimento constante a partir do ano T;
- d) anuidades perpétuas com taxa de crescimento constante a partir do ano T.

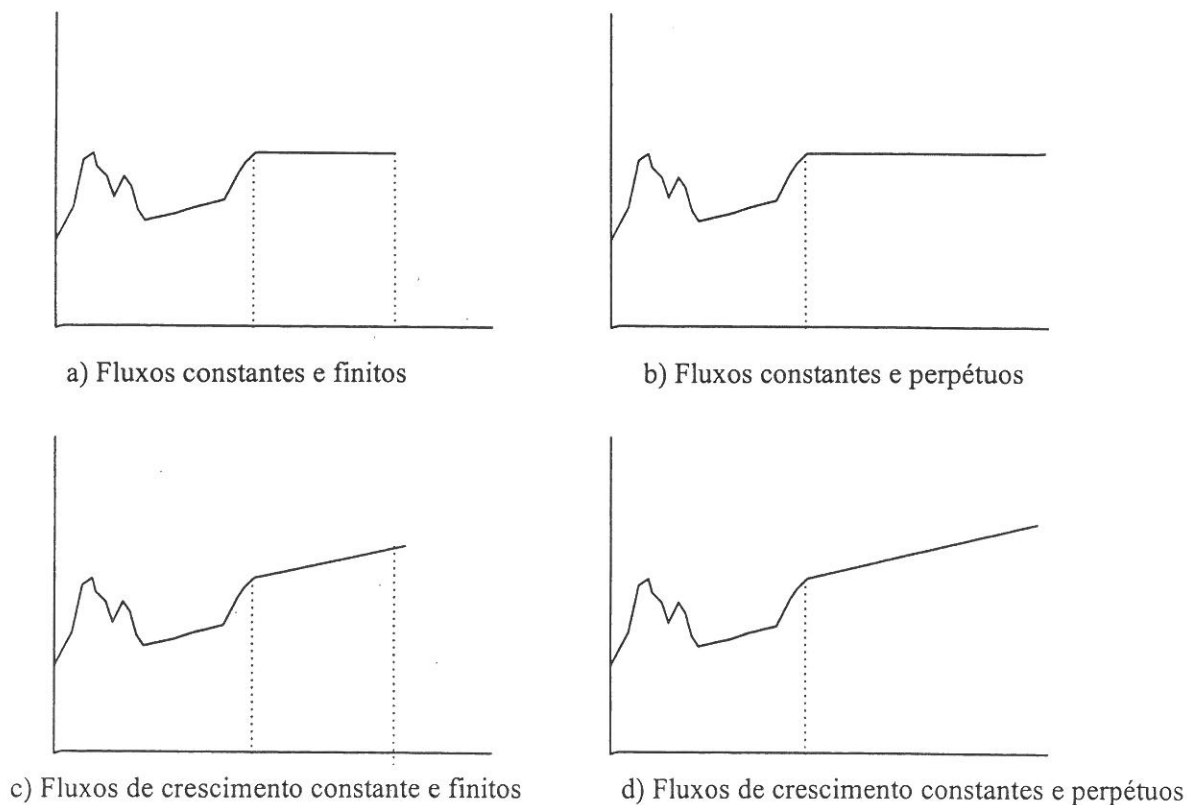
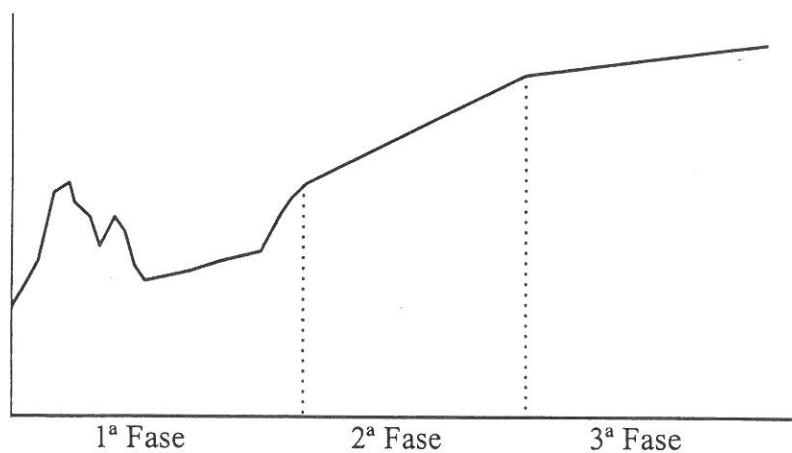


Figura 2-1 - Modelos de avaliação em duas fases

Por combinação dos diferentes modelos de estimativa do valor residual, pode decompor-se o período subsequente a T em várias fases. A título exemplificativo, desenvolve-se um modelo a três fases na secção 2.3 em que no 1ª período os fluxos são estimados anualmente, no 2º período os fluxos de caixa crescem a uma taxa constante elevada e no 3º período crescem a uma taxa constante mais baixa. A evolução desses fluxos pode representar-se graficamente do seguinte modo:



Para demonstrar a facilidade de aplicação dos diferentes modelos de estimativa do valor residual, desenvolve-se, em primeiro lugar, no anexo 1, uma metodologia geral que pode ser utilizada para simplificação em todos os casos, da qual resulta a seguinte formula:

Equação 2.7

$$VR_T = \frac{FC_T(1+g)}{(1+k)} \left[1 + \frac{(1+g)}{(1+k)} + \frac{(1+g)^2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{(1+g)^{n-1}}{(1+k)^{n-1}} \right]$$

em que g é a taxa de crescimento anual dos fluxos de caixa.

Desta expressão geral pode calcular-se directamente todas as formas de simplificação no que respeita à evolução da taxa de crescimento dos fluxos de caixa e ao período de vida útil da empresa, cujas demonstrações se encontram em anexo.

2.2 Modelos de avaliação com duas fases de fluxos de caixa

Conforme referido anteriormente, esta secção vai apresentar as formulas simplificadas de avaliação dos fluxos de caixa em duas fases.

2.2.1 Valor residual de anuidades constantes e finitas

Neste modelo (anexo 2, alínea 1) para determinar o valor residual da empresa pressupõe-se que os fluxos de caixa se mantêm constantes do período $T+1$ a n . Nessa altura finda a vida útil da empresa, ou seja, a partir desse momento, a empresa não cria qualquer valor económico:

Equação 2.8

$$VR_T = FC_{T+1} \left[\frac{1}{k} - \frac{1}{k(1+k)^n} \right]$$

O modelo de avaliação da empresa apresenta-se, assim, em duas fases:

Equação 2.9

$$V_0 = \left[\sum_{i=1}^T \frac{FC_i}{(1+k)^i} \right] + \frac{FC_{T+1} \left[\frac{1}{k} - \frac{1}{k(1+k)^n} \right]}{(1+k)^T}$$

Na primeira fase estimam-se os fluxos de caixa anuais até ao período T, de acordo com as expectativas anuais de desempenho da empresa. A partir do momento T admite-se que os fluxos de caixa se mantêm constantes até ao período T+n. A partir desta última data considera-se que a empresa não cria mais valor económico (Figura 2.1.a).

2.2.2 Valor residual de anuidades constantes e perpétuas

Neste modelo a determinação do valor residual pressupõe, tal como na situação anterior, que os fluxos de caixa se mantêm constantes, mas neste caso, têm termos perpétuos (anexo 2, alínea 2):

Equação 2.10

$$VR_T = \frac{CF_{T+1}}{k}$$

O modelo de avaliação, tal como o anterior, desenvolve-se em duas fases:

Equação 2.11

$$V_0 = \left[\sum_{i=1}^T \frac{CF_i}{(1+k)^i} \right] + \frac{\frac{CF_{T+1}}{k}}{(1+k)^T}$$

Na 2ª fase os fluxos são perpétuos tendo a empresa uma vida económica ilimitada no tempo (Figura 2.1. b).

2.2.3 Valor residual de anuidades crescentes e finitas

Neste caso a estimativa do valor residual (anexo 3, alínea 1) pressupõe que os fluxos de caixa cresçam a uma taxa constante g desde o período T até ao período n . Nessa data a empresa termina a sua vida económica útil. Isto é, a partir desse momento a empresa não cria mais valor económico.

Equação 2.12

$$VR_T = \frac{CF_T(1+g)}{(k-g)} \times \left[1 - \left(\frac{1+g}{1+k} \right)^n \right]$$

O modelo de avaliação, tal como os modelos anteriores, desenvolve-se em duas fases:

Equação 2.13

$$V_0 = \left[\sum_{i=1}^T \frac{FC_i}{(1+k)^i} \right] + \frac{\frac{CF_T(1+g)}{(k-g)} \times \left[1 - \left(\frac{1+g}{1+k} \right)^n \right]}{(1+k)^T}$$

Na segunda fase os fluxos crescem a uma taxa constante g e são limitados no tempo, mantendo-se o seu valor económico até ao período $T+n$ (Figura 2.1. c).

2.2.4 Valor residual de anuidades crescentes e perpétuas

No caso em que possa considerar-se a hipótese de as anuidades crescerem por tempo indeterminado, a formula de avaliação do valor residual (Anexo 3, alínea 2) simplifica-se bastante:

Equação 2.14

$$VR_T = \frac{CF_{T+1}}{k-g}$$

para $k > g$

Esta formula só pode ser considerada se o custo de capital for superior à taxa de crescimento, pois só dessa forma a série é convergente e tem soma finita conforme explicado no anexo 2. No curto pode admitir-se como razoável que a taxa de crescimento dos fluxos de caixa sejam superiores ao custo de capital, mas nesse caso está-se na 1ª fase dos fluxos de caixa e esse pressuposto não levanta qualquer problema técnico. No longo prazo já não é razoável admitir uma taxa de crescimento sustentável, sistematicamente superior ao custo de capital, de modo que a formula 2.14 parece ser aceitável para a determinação do valor residual.

O modelo de avaliação da empresa, tal como os anteriores, desenvolve-se em duas fases:

Equação 2.15

$$V_0 = \left[\sum_{i=1}^T \frac{FC_i}{(1+k)^i} \right] + \frac{\frac{CF_{T+1}}{k-g}}{(1+k)^T}$$

para $k > g$

Na segunda fase consideram-se os fluxos perpétuos e crescentes à taxa de crescimento g (Figura 2.1. d).

2.3 Modelos de avaliação com três fases de fluxos de caixa

A partir dos métodos de avaliação residual da empresa desenvolvidos na secção anterior, é agora possível criar modelos com três fases de fluxos de caixa (conforme figura 2-2):

- a) Na 1ª fase estimam-se anualmente os fluxos de caixa até ao período T ;
- b) Na 2ª fase considera-se um modelo de valor residual com termos finitos até ao período $T+n$;
- c) Na 3ª fase considera-se um modelo de valor residual de termos perpétuos a partir de $T+n+1$.

A título de exemplo considere-se uma situação em que na 2ª fase a empresa tem um crescimento supra-normal (g_1) e na 3ª fase, por razão de prudência, considera-se um crescimento mínimo (g_2).

Equação 2.16

$$V_0 = \left[\sum_{i=1}^T \frac{FC_i}{(1+k)^i} \right] + \frac{\frac{CF_T(1+g_1)}{(k-g_1)} \times \left[1 - \left(\frac{1+g_1}{1+k} \right)^n \right]}{(1+k)^T} + \frac{\frac{CF_T(1+g_1)^n(1+g_2)}{k-g_2}}{(1+k)^{T+n}}$$

2.4 Princípios e métodos da avaliação pelos fluxos de caixa

Da formula de avaliação financeira dos fluxos de caixa facilmente se depreende que o valor da empresa depende, do volume de fluxos de caixa e da taxa de rendibilidade exigida pelos investidores. Viu-se em aulas anteriores que existem dois princípios fundamentais na avaliação de empresas e investimentos.

O primeiro princípio é o de que a taxa de actualização deve ser consistente com o fluxo de caixa que pretende actualizar. Considerando que o investidor é avesso ao risco, exigirá maiores taxas de rendibilidade para situações de maior risco. A este propósito convém relembrar que existem dois métodos de ajustamento ao risco. O primeiro método estima os fluxos de caixa esperados e ajusta o risco através da taxa de actualização, adicionando um prémio de risco à taxa de juro sem risco. O segundo método ajusta os fluxos de caixa para um equivalente certo e actualiza-os a uma taxa de juro sem risco. O ajustamento da taxa de actualização ao risco dos fluxos é o mais utilizado na prática e será o método que se utiliza nesta lição.

O segundo princípio é o da consistência do custo de capital em relação ao tipo de fluxo de caixa usado. A avaliação pode ser feita em duas perspectivas distintas: a dos activos ou do capital próprio, conforme quadro 2.1.

A avaliação dos activos da empresa exige que se actualizem os fluxos operacionais de caixa à taxa de rendibilidade exigida pelos investidores em geral. Nesse caso, apura-se o valor total

dos activos em continuidade. Para se determinar o valor do capital próprio há, então, que deduzir o valor da dívida.

No caso de pretender calcular, de forma directa, o valor do capital próprio, então há que actualizar os fluxos de caixa livres para o accionista à taxa de rendibilidade exigida por esses accionistas. No caso dos accionistas minoritários serão os dividendos e as mais valias, a base da sua avaliação.

Quadro 2.1 Modelos de avaliação pelos fluxos de caixa

<i>Perspectiva de avaliação</i>	Investimento: Activo Económico		Investimento: Capital Próprio	
<i>Método de avaliação</i>	Valor actual líquido ajustado (VALA)	Custo médio de capital	Capital próprio	Dividendos
Fluxo de caixa	Fluxo operacional de caixa	Fluxo operacional de caixa	Fluxo livre de caixa	Dividendos
Custo de capital	Custo de capital sem endividamento	Custo médio de capital	Custo do capital próprio	Custo do capital próprio
Ajustamentos	Valor criado pelo financiamento			

Também já se viu em aulas anteriores que não existia consenso entre os teóricos sobre o método de avaliação geralmente mais adequado. O método do custo médio ganhou maior relevância na prática, em nossa opinião em resultado da divulgação proporcionada através do livro de Rappaport (1986) um "best-seller" pioneiro nesta área. Deve, no entanto, ter-se em atenção que o método do custo médio pressupõe a manutenção da estrutura financeira ao longo de vida da empresa, pressuposto criticado por muitos teóricos e práticos. Será, por isso, conveniente em cada caso, verificar se o pressuposto é ou não razoável. Por exemplo, em "leverage buy-outs" é forçoso que exista alteração da estrutura financeira no tempo. Nesse caso, sugerimos a utilização do VALA (valor actual líquido ajustado) que tem a vantagem de exigir um pressuposto mais explícito sobre o financiamento e, perante um problema complexo, em nossa opinião, é preferível ter-se a consciência dos pressupostos utilizados.

2.4.1 Os fluxos de caixa

Esta secção dedica-se a sumariar as formas de cálculo dos fluxos de caixa mais úteis nos processos de avaliação.

No método do capital próprio utiliza-se o fluxo de caixa livre (free cash flow) que é o fluxo de caixa que fica liberto para os accionistas ou sócios depois de considerar todas as obrigações financeiras da empresa, incluindo reembolsos de capital e juros, investimentos e necessidades em fundo de maneo:

Equação 2.17

$$FCL = RL + A - \Delta NFM - IAF - R + E$$

em que:

FCL - fluxo de caixa livre para os accionistas ou sócios

RL - resultados líquidos

A - Amortizações do exercício

ΔNFM - acréscimo das necessidades em fundo de maneo

IAF - investimentos em activo fixo

R - reembolsos de capital

E - novos empréstimos

No caso particular em que se espera que os investimentos em activo fixo e os acréscimos em necessidades em fundo sejam financiados através da manutenção do rácio de endividamento δ e os reembolsos se fazem com emissão de novos empréstimos, tem-se, simplesmente:

Equação 2.18

$$FCL = RL + (1 - \delta)(IAF - A) + (1 - \delta)\Delta NFM$$

No método do custo médio e no VALA utiliza-se o fluxo de caixa operacional. Neste caso considera-se os fluxos de caixa que ficam livres para os accionistas e credores. Desse modo o fluxo de caixa operacional (operational cash flow) calcula-se do seguinte modo:

$$FCO = RO(1 - t) + A - \Delta NFM - IAF$$

em que:

FCO - fluxo de caixa operacional

t - taxa de imposto sobre os lucros

2.4.2 Custo de capital

O custo do capital próprio pode ser obtido a partir do modelo de avaliação dos activos financeiros em equilíbrio (MADAFE), do modelo de mercado ou ainda do modelo de Gordon, tendo por base os dados históricos da empresa ou de empresas comparáveis:

MADAFE

Equação 2.20

$$k_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

Modelo de mercado

Equação 2.21

$$k_e = a + \beta \times r_m$$

Modelo de Gordon

Equação 2.22

$$k_e = \frac{d_1}{P_0} + g$$

em que:

k_e - rendibilidade exigida pelo accionista ou custo do capital próprio;

r_f - rendibilidade do activo sem risco;

r_m - rendibilidade média do mercado;

β - índice do risco da acção da empresa;

a - parâmetro da recta de regressão;

d_1 - dividendo por acção no ano 1;

P_0 - preço de cotação no ano 0;

g - taxa de crescimento dos dividendos ou dos resultados.

O custo do capital próprio é a taxa de actualização utilizada pelo modelo dos dividendos e pelo método do capital próprio.

No que respeita ao cálculo do custo médio de capital (k_m), a forma mais corrente de o fazer é a através da média ponderada do custo dos recursos financeiros:

Equação 2.23

$$k_m = k_e(1 - \delta) + k_d\delta(1 - t)$$

em que:

k_m - custo médio de capital;

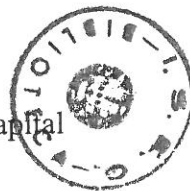
δ - endividamento calculada pela relação entre os recursos financeiros alheios e recursos financeiros totais;

k_d - custo do capital alheio.

De acordo com a teoria financeira as ponderações δ e $(1-\delta)$ deveriam basear-se nos valores de mercado do capital próprio e da dívida. Ora como a nossa incógnita é exactamente o valor do capital próprio, tornava-se impossível a aplicação deste método. Assim, na prática utiliza-se os dados contabilísticos para cálculo do custo médio de capital.

Para aplicar a formula 2.23 resta referir que a estimativa do custo do capital alheio também se deve fazer ao valor de mercado. A estimativa pode fazer-se através do rendimento até à maturidade das obrigações de empresas com idêntico grau de risco. Na prática também se recorre, normalmente, aos dados históricos através das demonstração de resultados e dos balanços da empresa respectiva.

Finalmente o custo de capital sem endividamento, utilizado pelo VALA, não tendo de remunerar o risco causado pelo endividamento deve, para além da taxa de juro sem risco, considerar a remuneração do risco de negócio. No caso de se ter calculado o custo médio de



capital pode utilizar-se a definição de Modigliani-Miller para estimar o custo de capital independentemente do financiamento:

Equação 2.24

$$k_m = k_u (1 - t\delta) \text{ donde resulta } k_u = \frac{k_m}{1 - t\delta}$$

em que k_m é o custo médio de capital, k_u o custo de capital sem endividamento, t a taxa de imposto sobre os lucros e δ o endividamento.

No caso da empresa ser cotada o seu beta pode ser ajustado para um endividamento nulo:

Equação 2.25

$$\beta_u = \frac{\beta_e}{\left[1 + \frac{CA}{CP}(1 - t)\right]}$$

podendo então calcular-se o custo de capital sem endividamento a partir do MADAFE:

Equação 2.26

$$k_u = r_f + \beta_u \times (r_m - r_f)$$

em que:

β_u - beta da empresa não endividada

β_e - beta da empresa endividada

A título de exemplo apresenta-se a estimativa de custo de capital para a Vidago.

Quadro 2.2 Estimativa de custo de capital da Vidago

O custo de capital próprio (k_e):

Aplicou-se o modelo de mercado à Vidago. Para o efeito tomou-se por base os preços de cotação diários e o respectivo índice BVL Geral de 4 de Janeiro de 1993 a 28 de Junho de 1996. Os resultados da regressão simples, no anexo 4 evidenciam um beta de 0,6745.

A taxa de juro sem risco considerada foi a taxa de rendibilidade até à maturidade (TRM) das obrigações de rendimento fixo, (índice criado pela BVL) cuja taxa no início de Novembro de 1996 era na ordem dos 7,07%.

Considerou-se como prémio de risco de mercado o limite superior da estimativa efectuada por Damadoran (1996) para os mercados europeus com número limitado de empresas cotadas. De acordo com essa estimativa o prémio em Portugal seria entre os 4,5% e 5,5%.

Aplicando a estimativa dos parâmetros ao MADAFE resultou um custo de capital próprio de 10,78%. Esta é a taxa de actualização para aplicar no modelo do capital próprio bem como no modelo dos dividendos.

O custo do capital alheio (k_d):

Considerou-se o custo médio do último ano, tendo por base os dados de balanço e a demonstração de resultados: 5,87%.

O custo médio de capital (k_m):

Para além dos parâmetros anteriores considerou-se que em 1996 a taxa de IRC teria sido de 36% acrescida de 10% de derrama. O custo médio de capital, nesse caso, seria de 7,70%. Esta é a taxa de actualização para utilizar no método de avaliação do custo médio.

O custo de capital sem endividamento (k_{11}):

Considerando que o endividamento da Vidago em 1996 era de 43,3% e que a taxa de IRC 39,6%, o beta da empresa não endividada seria ajustado para 0,4615. Aplicando de seguida a equação 2.26 tem-se o custo de capital sem endividamento de 9,61%. Esta é a taxa de actualização a utilizar no método do VALA, para determinar o valor dos activos em continuidade afectos à exploração.

3. A sinergia e a criação de valor para o comprador

3.1 Estimativa da sinergia

As empresas oferentes têm pago, em média, na década de noventa, prémios para adquirir o controlo de empresas cotadas, na ordem de 40% sobre o preço de cotação antes da oferta de aquisição. O pagamento deste prémio só tem lógica financeira desde que a empresa oferente possa criar valor com a sua gestão. Uma das fontes de criação de valor, já anteriormente referida, é a sinergia. A sinergia pode ser avaliada pela diferença entre o valor total das empresas com gestão conjunta e o valor delas sob gestão autónoma. Claro que parte da sinergia será absorvida pelos custos de transacção necessários para efectuar a operação.

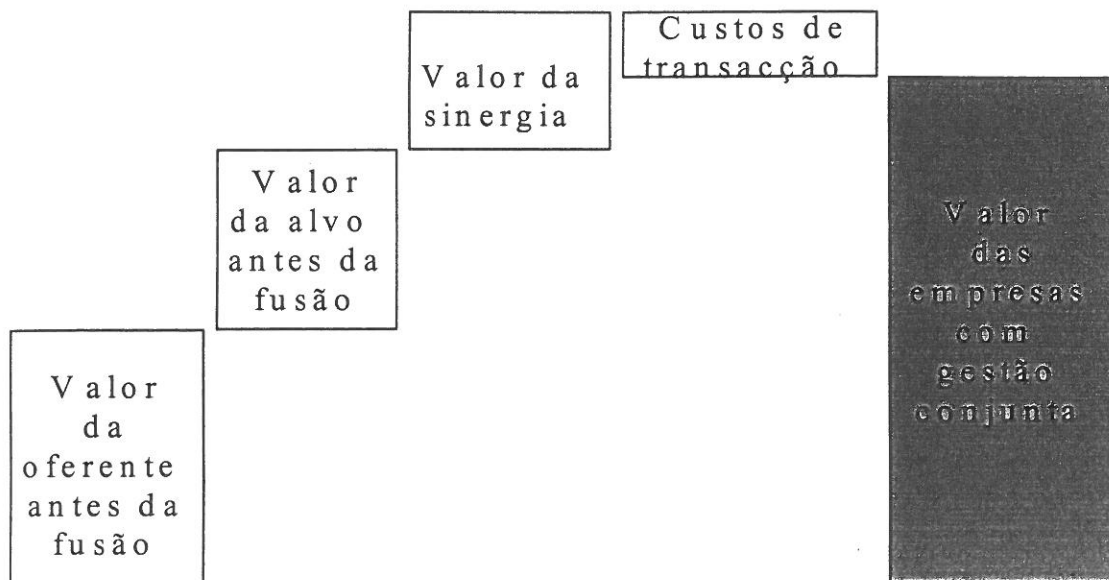


Figura 3-1 O valor da sinergia

A teoria financeira não considera, normalmente, os custos de transacção por admitir como pressuposto que o mercado de capitais é perfeito. Por mercado de capitais perfeito entende-se:

- a) Não existência de fricções. Isto é não existem custos de transacção ou impostos, todos os activos são perfeitamente divisíveis e com liquidez e que não existem regulamentações restritivas das transacções;
- b) Existe concorrência perfeita no mercado dos produtos e dos títulos. Concorrência perfeita significa existirem compradores e vendedores em número tal que nenhum é capaz de condicionar o mercado por si só. No mercado dos produtos pressupõe-se ainda a inexistência de custos de transporte ou barreiras ao comércio;
- c) A informação é eficiente. Significa que todos os indivíduos recebem a informação em simultâneo e sem custo;
- d) Todos os indivíduos são racionais na maximização da sua função utilidade.

É por demais evidente que o mercado das fusões e aquisições viola praticamente todos os pressupostos do mercado perfeito. No que respeita aos custos de transacção esses são significativos, pois a montagem das operações exige que se efectuem estudos económicos, jurídicos e financeiros para análise da empresa alvo e há que considerar ainda as comissões de intermediação financeira.

O valor da sinergia pode ser obtido de forma directa ou de forma indirecta. Na forma directa determinam-se quais os tipos de ganhos possíveis resultantes da integração e procede-se à sua avaliação. A forma indirecta exige que primeiro se avaliem as empresas sem fusão ou aquisição. Isto é, o valor da empresa oferente e o valor da empresa alvo enquanto empresas independentes, com gestão autónoma. O valor da sinergia é então apurado pela diferença entre as empresas com gestão integrada e o seu valor enquanto empresas independentes.

Há que deduzir a estes ganhos os custos de transacção, para determinar o valor da empresa após a fusão, aspecto que a teoria despreza, ao admitir a existência de mercados perfeitos.

O valor da sinergia criada pela fusão deduzida dos custos de transacção será o valor disponível para repartir entre os accionistas da empresa alvo e da empresa oferente. Esta forma de repartição vai depender do preço oferecido e dos meios de pagamento da transacção. Se o pagamento for em dinheiro os accionistas da empresa alvo realizam imediatamente a sua quota parte de sinergia e apenas os accionistas da empresa oferente arriscam na possibilidade de realização de sinergias. Neste caso há repartição de ganhos, mas não há repartição de risco. Trata-se, simplesmente, de uma compra.

Se a transacção se efectuar por troca de acções, então ambos os accionistas arriscam na concretização da sinergia e na sua repartição através dos ganhos futuros, os quais se realizam na proporção resultante da relação de troca das acções de uma empresa pelas acções da outra. Neste caso pode falar-se de comunhão de interesses.

Quadro 3.1 A Vidago e a transacção em numerário

Na aquisição da Vidago a transacção foi em numerário, de modo que os accionistas da empresa alvo realizaram imediatamente os ganhos da aquisição enquanto os accionistas da Jerónimo Martins só realizam ganhos se a administração for capaz de implementar uma estratégia que crie valor e realize as sinergias potenciais.

De acordo com a imprensa o programa de reestruturação passa por alienar as empresas espanholas que valerão cerca de 2 milhões de contos e os activos imobiliários do grupo que valem cerca de 3 milhões de contos tais como os edificios centrais em Alfragide que se tornam desnecessários, os dois hotéis que não são "core business" e as Águas São Lourenço e Água Viva que não se enquadram na estratégia da JM.

Além disso, a JM prevê em três anos duplicar o valor das vendas de 1996, pela facilidade de escoamento através das cadeias comerciais do grupo como o Pingo Doce, a Feira Nova e o Recheio.

Acresce que a JM aproveitará a rede de distribuição da Vidago para colocar em outros pontos de venda, os produtos alimentares da marca "Master Chief" constituídos por cerca de 200 bens de consumo como massas, arroz, sumos e óleos entre outros.

Na preparação da aquisição, a empresa oferente deve, igualmente, considerar a hipótese de existirem empresas concorrentes na corrida à compra da sociedade alvo. Nesse caso, os concorrentes na aquisição podem ter também possibilidades de assimilar algumas sinergias.

Existem, basicamente, três tipos de sinergia:

- a) sinergias universais - são sinergias que qualquer comprador pode assimilar desde que tenha capacidade de gestão e recursos adequados. As economias de escala são um exemplo típico desta categoria de sinergia;
- b) sinergias endémicas - são sinergias que estão ao alcance de apenas alguns compradores. Este tipo de sinergia acontece normalmente entre empresas do mesmo sector de actividade que podem obter economias de escala e de extensão, como seja derivadas do alargamento da cobertura geográfica, redundância ao nível da força de vendas, etc.;
- c) sinergias únicas - são sinergias que só podem ser assimiladas por um comprador ou vendedor, pelas características particulares que tem a articulação entre ambas as empresas.

A repartição do valor sinérgico entre comprador e vendedor vai depender do tipo de sinergias existentes e de quem tem o poder para as assimilar. Se, por exemplo, a sinergia é de tipo única e detida pelo vendedor, então o comprador terá poucas hipóteses de assimilar uma quota parte significativa dessa sinergia durante o processo de oferta e negociação. No caso de ser a sociedade oferente a deter os recursos que possibilitam a criação da sinergia única, então pode considerar a hipótese de capturar uma parte significativa da sinergia.

A sinergia endémica, pelas características que tem, conduz a uma repartição do seu valor entre o comprador e vendedor, de forma mais ou menos equitativa.

Quanto à sinergia universal, porque todos os oferentes a podem implementar, o preço a oferecer tenderá a absorver uma parte significativa do valor dessa sinergia. Desse modo, a existência deste tipo de sinergia beneficiará, essencialmente, os accionistas da empresa alvo a menos que, por falta de capacidade negocial os gestores da empresa alvo deixem escapar tal valor a favor da sociedade oferente.

Em nossa opinião, o preço de oferta ideal tenderá a incluir nele toda a sinergia universal, parte da sinergia endémica, toda a sinergia única assimilável pelo vendedor e nenhuma sinergia única assimilável pelo comprador.

Quadro 3.2 Os tipos de sinergia na aquisição JM-Vidago

A capacidade de distribuição que a JM tem a nível nacional, quer a que começa a ter a nível internacional, acrescenta um valor significativo à Vidago. É uma sinergia única que tenderá a beneficiar os accionistas da JM. Há, simultaneamente, alguma sinergia universal que pode resultar de uma economia de escala e capacidade de gestão mais eficiente dos activos.

A utilização dos canais de distribuição da Vidago na distribuição da marca "Master Chief" é uma sinergia endémica que pode ser utilizada por qualquer outro potencial comprador que tenha produtos de consumo para distribuir. Face à concorrência criada pela Unicer no processo de aquisição da Vidago, será difícil canalizar alguma desta sinergia para os accionistas da oferente.

O conceito de sinergia é útil não só nas fusões e aquisições, mas também em outros processos de reestruturação. Por exemplo, activos que tenham mais valor na posse de outras empresas podem, e devem, ser alienados. Esta alienação pode tomar diversas formas como seja a liquidação, o desinvestimento, a cisão ou leverage buy-out. A fiscalidade é um dos aspectos

a não esquecer na estruturação das operações, pois dela depende os custos ou ganhos fiscais da transacção. Mais uma vez, a teoria ao admitir a existência de mercados perfeitos não analisa as consequências fiscais nas operações.

Quadro 3.3 O valor dos desinvestimentos

Neste caso a JM considerou que os hotéis e as estações termais teriam mais valor sob gestão de outros do que sob gestão própria. Foi também decidido alienar outros patrimónios não afectos à exploração. Estas decisões de desinvestimento têm sentido estratégico e tendem a criar valor para os accionistas.

Para estimar o valor das empresas sob gestão autónoma e o seu valor sob gestão conjunta utilizou-se, essencialmente, as perspectivas de negócio reflectidas na imprensa e nos relatórios de contas das empresas. Escreveu-se um caso que sintetiza alguns dos elementos para avaliação (que se apresenta no anexo 5) e cujos pressupostos se explicitam, agora, nos quadros que se apresentam a seguir.

Antes de iniciar as projecções financeiras elaborou-se, para a empresa alvo e para a empresa oferente, uma estimativa do balanço e da demonstração de resultados para 1996, a partir dos dados que se conheciam do 1º semestre do ano. Os princípios seguidos foram os seguintes:

- a) a actividade do 2º semestre é idêntica à do primeiro semestre;
- b) o quociente custo das vendas em relação às vendas mantém idêntico ao ano anterior;
- c) o balanço de 30 de Junho seria o valor esperado do balanço de 31 de Dezembro seguinte.

Quadro 3.4 Pressupostos e valor da Vidago sob gestão autónoma

Vidago sob gestão autónoma:

Pressupostos:

- Taxas de crescimento das vendas: 5% até 1999 e 4% em 2000 e 2001
- Custo das vendas: mantém-se em 28,1% das vendas
- Despesas operacionais: admite-se uma redução para 50% das vendas até 1999.
- Amortizações do exercício: mantém-se a taxa verificada em 1996 e em 1995.
- Investimentos em activo fixo: considera-se que a rotação do activo tem de melhorar, ajustando-se à respectiva taxa de crescimento das vendas.
- Necessidades em fundo de maneo: mantém-se o ciclo financeiro ao nível de 1996.
- Valor residual: admite-se uma taxa de crescimento constante de 2,5%.
- Custo de capital: Custo médio de capital de 7,7% utilizando um endividamento constante de 43,3%, uma taxa de imposto sobre lucros de 37,4% conforme proposto pelo Orçamento Geral de Estado, um custo de capital alheio de 5,87% e um custo de capital próprio de 10,78%.

Valor teórico:

- Valor do capital próprio: 6.336 milhares de contos
- Valor por acção: 1.713\$00

Quadro 3.5 Pressupostos e valor da JM sob gestão autónoma

JM sob gestão autónoma:

Pressupostos:

- Taxas de crescimento das vendas: 16% nos dois primeiros anos caindo depois anualmente 2,5% até 2001. A partir dessa data, o valor residual pressupõe uma taxa de crescimento de apenas 3%.
- Custo das vendas: mantém-se a percentagem das vendas constante e igual a 1996.
- Despesas operacionais - alguma margem para melhoramento. Redução de 0,2% das vendas. Quando atingir 8% das vendas admite-se estabilização.
- Amortizações do exercício - mantém-se as taxas de amortização de 1996.
- Investimentos em activo fixo - a rotação do activo fixo melhora de acordo com a taxa de crescimento das vendas.
- Necessidades em fundo de maneo: mantém-se o ciclo financeiro de 1996.
- Valor residual: taxa de crescimento constante de 3% ao ano.
- Custo de capital: Custo médio de capital de 7,42% utilizando um endividamento constante de 30% idêntico ao histórico, uma taxa de imposto sobre lucros de 37,4% conforme proposto pelo Orçamento Geral de Estado, um custo de capital alheio de 9,43% e um custo de capital próprio de 10,97%.

Valor teórico:

- Valor do capital próprio: 213.323 milhares de contos
- Valor por acção: 7.791\$00

Quadro 3.6 Pressupostos e valor da Vidago sob gestão da JM

Vidago sob gestão da JM:

Pressupostos:

- Crescimento das vendas: duplicação das vendas em 3 anos, conseguindo em 2000 e 2001 mais 5% de crescimento do que a administração da empresa alvo.
- Custo das vendas: melhoramento do rácio custos das vendas em relação à vendas, de 0,5 pontos percentuais em relação à administração da empresa alvo.
- Despesas operacionais: melhoria no rácio de relação com as vendas de 1% relativamente à administração da empresa alvo.
- Amortizações do exercício: mantêm-se as taxas de amortizações históricas.
- Investimentos em activo fixo: rotação do activo fixo melhorada em função das vendas.
- Necessidades em fundo de maneio: mantêm-se o ciclo financeiro.
- Valor residual: admite-se conseguir sustentar um crescimento de mais 0,5% do que a administração da empresa alvo.
- Reestruturação: alienação dos activos não afectos à exploração (líquidos de imposto de mais valias), sendo utilizados no pagamento antecipado da dívida. O endividamento fica então em 13,6% e mantêm-se constante.
- Custo de capital: A reestruturação financeira levou a uma re-estimativa do beta e do custo de capital próprio para o novo nível de endividamento. A estimativa do beta para a nova estrutura financeira foi de 0,5071 e o respectivo custo do capital próprio de 9,87%. Admitiu-se manter o nível do custo do capital alheio. Assim, obteve-se um custo médio de capital de 9,02%.

Valor teórico:

- Valor do capital próprio: 25.681 milhares de contos.
- Valor por acção: 6.935\$00

Quadro 3.7 Pressupostos e valor da JM na hipótese de aquisição da Vidago

JM na hipótese de aquisição da Vidago:

Pressupostos:

Mantêm-se todos os pressupostos quer exista ou não aquisição, excepto os seguintes:

- Crescimento das vendas: Admite-se que as vendas possam crescer mais 1% nos três primeiros anos.
- Despesas operacionais - admitem-se economias de 0,1% sobre as vendas da distribuição.

Valor teórico:

- Valor do capital próprio: 222.771 milhares de contos
- Valor por acção: 8.134\$00

Na base dos pressupostos considerados o Grupo Jerónimo Martins valeria em conjunto após a aquisição da Vidago 248.372 milhares de contos, enquanto as duas empresas com gestão autónoma valeriam 219.660 milhares de contos (Vidago 6.336 milhares de contos e JM 213.323 milhares de contos). Assim, pode estimar-se uma sinergia potencial no montante de 28.712 milhares de contos. A esta sinergia haveria que deduzir os custos de transacção cujo montante desconhecemos o respectivo montante.

Quadro 3.8 Valor da sinergia

VALOR DA SINERGIA	1000 contos	1000 contos	
Valor das empresas em separado:			
Vidago	6.336		
Jerónimo Martins	213.323		
Total		219.660	
Valor das empresas após aquisição		248.372	
Valor da sinergia		28.712	

Considerando que o preço praticado foi de 4.300\$00 por acção a sinergia distribui-se pelos accionistas das duas empresas da seguinte forma:

Quadro 3.9 Distribuição da sinergia

DISTRIBUIÇÃO DA SINERGIA	1000 contos	%	Por acção
Preço pago	15.910		4.300 Esc.
Sinergia entregue à alvo	9.574	33,3%	2.587 Esc.
Sinergia esperada pela oferente	19.138	66,7%	699 Esc.
Total da sinergia	28.712		

Quadro 3.10 Distribuição da sinergia na JM - Vidago

O preço final de 4.300\$00 atribui imediatamente 9.574 milhares de contos da sinergia para o vendedor. O comprador, caso consiga implementar a estratégia e se verifiquem os pressupostos dos modelos de avaliação anterior ficará com 19.138 milhares de contos do valor criado. Assim, 1/3 da sinergia foi entregue imediatamente ao vendedor, enquanto o comprador fica com a expectativa de realizar 2/3 da sinergia.

O modelo de avaliação também pode ser usado para compreender a dinâmica da criação de valor antes e após a aquisição. Para isso pode recorrer-se à simulação das diferentes variáveis. Da simulação efectuada conclui-se que o crescimento da Vidago, nas condições de exploração criadas pela Administração incumbente, não cria valor. Os fluxos de caixa gerados pela exploração são totalmente absorvidos pelos investimentos em activo fixo e em necessidades em fundo de maneo. Deve, por isso, ser prioritária a concentração no "core business" e, em segundo lugar, conseguir um crescimento de vendas com acréscimo de eficiência na gestão dos activos fixos e cíclicos. Parece que a venda dos activos mais problemáticos, como sejam as empresas espanholas, já estavam assegurados, além de o

comprador ter-se salvaguardado dessa situação ao colocar eventuais prejuízos futuros da actividade das empresas espanholas sob responsabilidade financeira de Sousa Cintra. No que respeita à melhoria de eficiência dos activos, a JM apresenta boas condições para conseguir um crescimento significativo das vendas da Vidago com os activos existentes, quer pela forte posição que tem na distribuição em Portugal quer pelo que começa a desenvolver no estrangeiro. Acresce ainda o valor que os canais de distribuição da Vidago podem oferecer com a colocação dos produtos "Master Chief" da JM nos diversos locais de venda da Vidago.

3.2 O ganho líquido na aquisição face à melhor alternativa

De forma a escolher racionalmente as alternativas em jogo, o oferente deve comparar a estimativa dos ganhos resultantes de uma aquisição ou fusão, com a melhor alternativa. Esta alternativa vai designar-se por BATNA ("Best Alternative to a Negotiated Agreement"), conforme é conhecido na literatura sobre negociação (Fisher e Ury, 1981). O ganho potencial da fusão e aquisição para o accionista da sociedade oferente obtém-se pela diferença entre o valor que a empresa alvo tem para si e o preço que pagou pela mesma. O valor que a empresa alvo tem para a sociedade oferente depende da sua melhor alternativa seguinte.

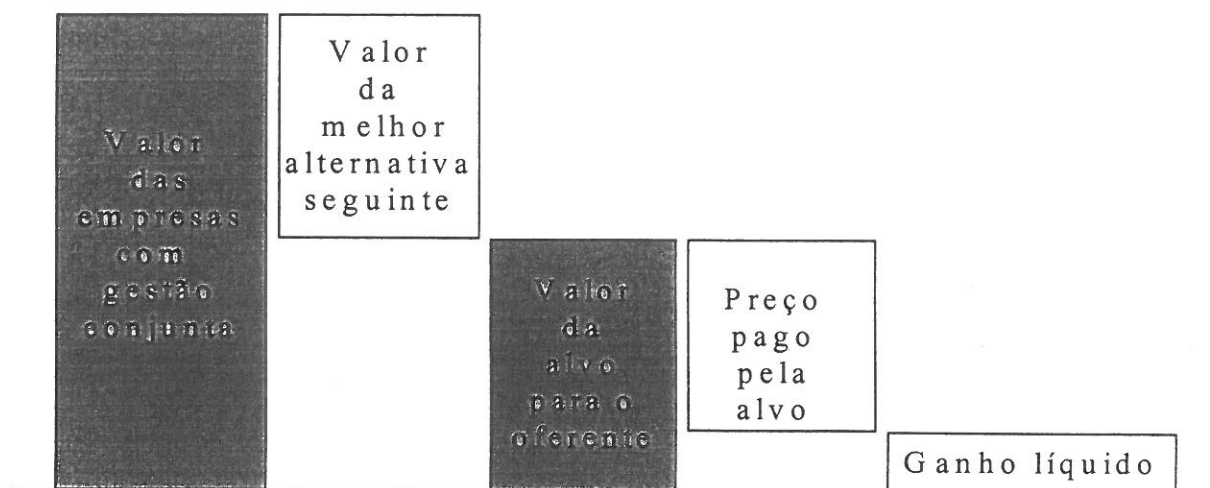


Figura 3-2 Ganho líquido para o oferente com a aquisição da empresa alvo

Voltando a considerar os cálculos efectuados para a JM-Vidago, os ganhos líquidos da aquisição para os accionistas da JM, na hipótese de se implementarem os programas referidos nos pressupostos seriam de 19.138 milhares de contos.

Quadro 3.11 Ganho líquido da JM

+ Valor das empresas após a aquisição	248.372
- Valor da JM na melhor alternativa seguinte	213.323
= Valor da alvo para a oferente	35.048
- Preço pago	15.910
= Ganho líquido	19.138

Este ganho líquido, num mercado eficiente deveria reflectir-se nos preços de cotação das 27.381.141 acções da JM, sofrendo uma melhoria de 699\$00, passando a cotação de 7.950\$00 para 8.649\$00. O preço a 27 de Fevereiro de 1997 estava a 9.320\$00 reflectindo uma melhor expectativa do mercado do que aquela representada pelos nossos pressupostos.

Os estudos empíricos têm demonstrado que o entusiasmo e a “febre” pelas fusões e aquisições pode ser prejudicial aos accionistas da empresa oferente caso os gestores sejam afectados pela “hubris” durante a negociação. O desejo de efectuar uma aquisição não deve ser preponderante sobre o valor que a mesma tem para os accionistas. O pagamento em excesso pela empresa alvo é prejudicial aos accionistas da empresa oferente e torna a empresa oferente mais frágil, podendo eventualmente conduzi-la a uma situação de empresa alvo¹.

Para que a aquisição tenha sucesso é necessário que se concretize a um preço que permita a assimilação da sinergia por parte dos accionistas da empresa oferente. Dessa forma deve seguir-se os seguintes procedimentos na preparação da oferta:

- a) Avaliação da empresa alvo na óptica da empresa oferente;
- b) Análise da estratégia da empresa alvo;
- c) Análise das capacidades financeiras dos detentores de capital da empresa alvo e as suas motivações;

¹ Mitchell, M. e K. Lehn (1991). Do bad bidders become good targets?, *Journal of Applied Corporate Finance*, 3(2), 60-69.

- d) Avaliação da empresa alvo na óptica da empresa alvo;
- e) Análise da estratégia de outros potenciais oferentes;
- f) Avaliação da empresa alvo na óptica de outros potenciais oferentes;
- g) Perspectivar a abordagem da aquisição por parte dos oferentes potenciais;
- h) Perspectivar as hipóteses de resistências e as formas de defesa possíveis;
- i) Definir uma estratégia de oferta.

Durante a fase preparatória das negociações, quer o comprador quer o vendedor, com base nos conhecimentos que têm de ambas as empresas, devem fixar os seus preços limite a partir do qual consideram desvantajoso efectuar o negócio e, fora desses limites dão-se o direito de abandonar o processo de negociação (preço de abandono ou “walk-away price”).

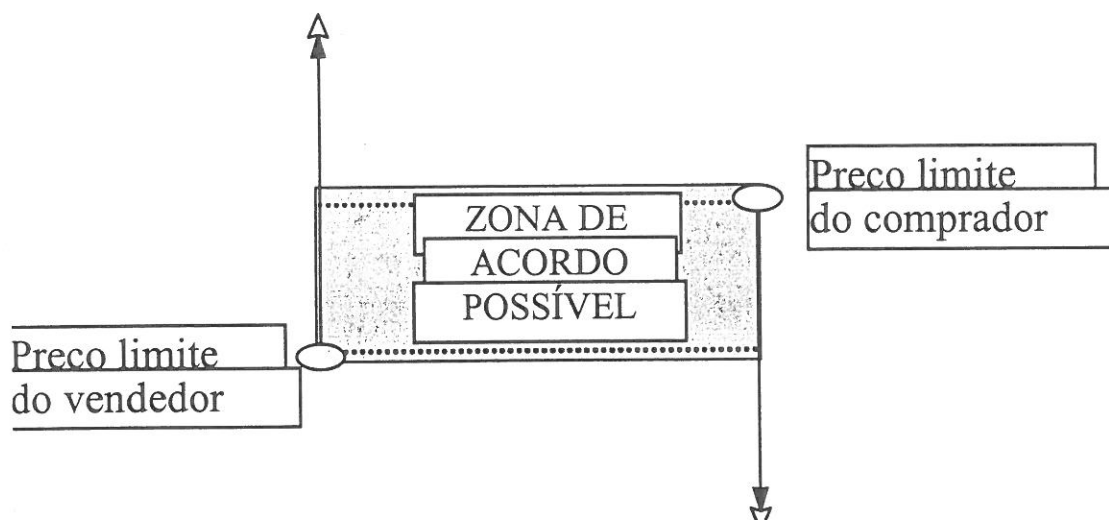


Figura 3-3 A negociação do preço de aquisição

Discutiremos de seguida a definição dos preços limite do comprador e do vendedor. Argumentaremos que eles dependem não só da percepção da sinergia potencial, mas também das alternativas disponíveis para cada uma das partes e do poder de negociação que estas alternativas lhes dão.

3.3 Aquisições amigáveis e negociação cooperante

As aquisições podem ser hostis ou amigáveis. Nas aquisições hostis os gestores da empresa alvo resistem à aquisição através de estratégias de defesa mais ou menos sofisticadas. Há oferentes que têm por hábito lançar ofertas de aquisição hostis. Não fazem qualquer abordagem à administração da empresa alvo e dirigem a oferta directamente ao mercado. Entre eles está a famosa empresa KKR que consumou a maior aquisição deste século - o leverage buy-out sobre a Nabisco. Outros oferentes têm por política só executar aquisições amigáveis. Por exemplo a Nestlé e a Procter & Gamble consideram que não seria bom para a sua imagem proceder a aquisições hostis.

Quadro 3.12 Tipo de aquisição da Vidago

O caso de aquisição da Vidago ocorreu por negociação com o Sr. Sousa Cintra enquanto accionista maioritário e Presidente da sociedade visada. Pode, por isso, caracterizar-se como uma aquisição amigável.

A metodologia apresentada nesta lição pode ser utilizada em qualquer tipo de aquisição - amigável ou hostil. No entanto, nas aquisições amigáveis apresenta um maior potencial em resultado da discussão, troca de percepções sobre a evolução da empresa e projectos alternativos, e na pesquisa e valorização das sinergias entendidas por ambas as partes. A equipa responsável pela negociação deve, através do conhecimento que tem da indústria e das empresas alvo e oferente, procurar maximizar o seu potencial de ganho. Com isto, não significa que deva considerar-se existir um “bolo” para dividir pelas partes e que se deva entrar em competição pelo mesmo, durante o processo negocial. De acordo com a teoria da negociação existem quatro estratégias de negociação que dependem muito dos estilos pessoais do indivíduo:

- a) A negociação suave parte do princípio de que a delicadeza e simpatia tendem a criar respostas positivas pela outra parte;
- b) A negociação dura - em que o negociador define rigidamente os seus termos e torna-se difícil fazer um acordo sem ser nesses termos. Os negociadores que adoptam esta estratégia definem os outros como adversários e a negociação é a forma de combate;

- c) A negociação de reciprocidade segue o princípio de que as exigências e concessões são feitas de forma equitativa, ordenada e de forma racional. Os negociadores procuram libertar-se da sua personalidade e respondem aos outros na base da reciprocidade;
- d) Negociação integrativa com base nos princípios de Fisher e Ury (1981) em que o negociador com base nesses princípios deve ser capaz de perceber o poder do outro negociador, seja ele suave ou duro, de controlar o ritmo da interação, conseguir ter sucesso e manter o respeito e a relação com o outro negociador.

A equipa que negoceia a aquisição deve desenvolver a estratégia de negociação que entender mais favorável. De acordo com a teoria e a verificação prática, consegue retirar-se melhores resultados na fusão e aquisição de empresa através de uma estratégia cooperante, seguindo os princípios definidos por Fisher e Ury (1981) do que através de negociação meramente distributiva. Para além dos princípios teóricos da negociação, há que ter em consideração que nas fusões e aquisições, as equipas de ambas as empresas vão ter que trabalhar em conjunto após a fusão. Desse modo, será melhor começarem a cooperar desde logo na fase da negociação, até porque, assim, poderão começar a identificar mais cedo as áreas de intervenção para a realização das sinergias. Mas é em cada caso concreto que se deverá observar o enquadramento e as justificações de uma negociação cooperante. Algumas das razões que levam a considerar importante seguir uma estratégia de negociação cooperante nas fusões e aquisições, são as seguintes:

- a) Para ambas as empresas a aquisição é de importância estratégica;
- b) Se a oferente tem interesse na alvo para reforçar um ponto forte ou melhorar um ponto fraco, o mesmo acontece com a empresa alvo, que precisa da oferente por algum motivo específico;
- c) Por vezes não existem alternativas para a empresa alvo ou para a empresa oferente;
- d) Por vezes a alternativa de crescimento orgânico não é uma alternativa minimamente interessante.

De forma a compreender melhor a importância de uma estratégia de negociação cooperante é necessário analisar as suas dimensões críticas:

- a) Qual é o total da sinergia (i.e. o “bolo”) que pode realizar-se e que será repartido, posteriormente, entre os accionistas da empresa alvo e empresa oferente?
- b) Quais são os factores críticos que conduzem à repartição da sinergia?
- c) Como é que pode aumentar-se a criação de valor? (Dimensão cooperante)
- d) Como é que pode repartir-se o valor criado? (Dimensão competitiva).

Embora, por vezes, a negociação possa desviar-se para um sentido de repartição do valor e de quem a ele tem direito, compete aos negociadores utilizar tácticas que desviem dessa rota o percurso das negociações. De forma a que a negociação possa, ela própria criar valor, deve ser integrativa das diversas fontes de valor, sugerindo-se as seguintes áreas de reflexão durante a negociação:

- a) Identificar os interesses comuns - ambas as empresas podem chegar à conclusão que querem a mesma solução para vários problemas e que estão em condições de trabalhar em conjunto para criar valor;
- b) Reconhecer as diferenças de interesse - as diferenças de interesse pode ser uma forma de realizar valor com facilidade. Um caso clássico é o das duas irmãs que discutiam porque ambas queriam a única laranja que havia lá em casa. Se abordassem o caso por via de uma negociação cooperante concluiriam que podiam maximizar o valor pois uma queria a laranja para fazer sumo, enquanto a outra queria a casca para fazer um bolo;
- c) Redefinir a situação - A negociação cooperante permite que as partes reformulem os conflitos aparentes e inventem novas formas de actuação que satisfaçam os interesses de ambas as partes.

A literatura em negociação, seja a que resulta de investigação ou da prática dos autores, recomenda uma série de regras, entre as quais se distinguem as seguintes:

- a) Começar por definir uma estratégia de negociação cooperante;
- b) Definir os objectivos que satisfazem as necessidades das duas partes em jogo;
- c) Face ao aparecimento de problemas durante a negociação devem, primeiro inventar-se as soluções e só depois devem vir as decisões;
- d) Focalizar a negociação nos interesses de cada um e não tomar posições rígidas à partida;
- e) Separar sempre, de forma clara, os problemas das pessoas;
- f) Saber ouvir e questionar.

Quadro 3.13 Estratégias de negociação na JM - Vidago

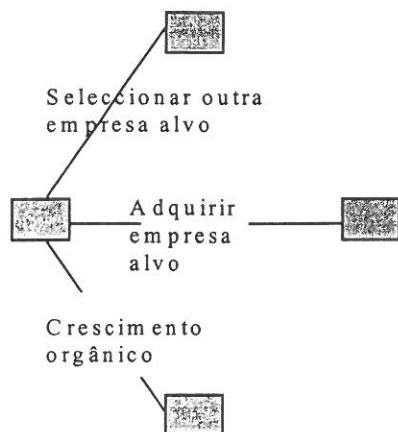
De acordo com a imprensa (Visão, 21-11-96) as negociações com o Sr. Sousa Cintra não foram fáceis pois até pouco tempo da oferta da JM ele tencionava vender apenas as empresas da Vidago em Espanha - Fonsana de Somosierra, Fontenova, Manalba e Diasa - onde havia investido 1,5 milhões de contos e que estavam a dar prejuízo.

Surgiram-lhe diversas propostas. Em Agosto de 1996 a Nestlé teria oferecido 6,5 milhões de contos e Sousa Cintra garantiu publicamente não considerar a hipótese de venda da Vidago. Em Setembro de 1996 a JM ofereceu 11 milhões de contos pelo controlo da VMPS e Sousa Cintra preferiu aguardar por melhor preço. Em Outubro a Unicer oferece 11,5 milhões mas ele volta a recusar.

Posteriormente à assinatura do acordo com a JM, Sousa Cintra refere que esta venda "esteve sempre dependente do preço". Do conhecimento público que existe da personalidade do Sr. Sousa Cintra e face a este comentário à imprensa, julgo que deve ter adoptado uma estratégia de negociação dura, de modo que não deve ter sido fácil, ao comprador, seguir e manter uma estratégia de cooperação. De qualquer forma, não conhecendo o autor em detalhe os pormenores da negociação, parece que o vendedor conseguiu o pretendido - realizar imediatamente uma parte significativa da sinergia potencial.

O desenho das alternativas concretas de cada uma das empresas e a sua avaliação pode ajudar a entender melhor os pontos fracos das alternativas disponíveis e o interesse de desenvolver uma estratégia de negociação cooperante.

OPÇÕES DO OFERENTE



OPÇÕES DA ALVO

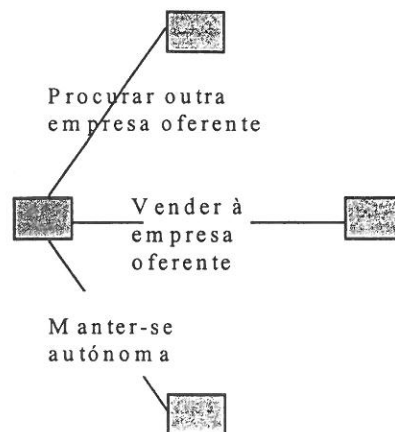


Figura 3-4 Alternativas das empresas oferente e alvo

3.4 Estimativa do intervalo de negociação

Pretende-se, nesta secção, desenvolver uma metodologia para estimar o intervalo de negociação dos preços. Para esse efeito deve considerar-se os ganhos líquidos do acordo para cada uma das partes, tendo em consideração as suas alternativas caso não efectuem o acordo.

O valor total criado pelo acordo de fusão ou aquisição é igual à diferença entre o valor das empresas geridas sob gestão comum e o valor delas sob as suas melhores alternativas no caso de ausência de acordo (a soma dos seus BATNAs, conforme terminologia de Fisher e Ury).

Na secção 3.2 abordou-se já a avaliação do ganho líquido do acordo para a empresa oferente. Vimos que o valor do acordo para a empresa oferente (VA_O) é igual ao valor das empresas geridas sob gestão comum (VE_{AO}) menos o valor no caso de seguir a estratégia de melhor alternativa á aquisição (VE'_O) e o preço pago (P) aos accionistas da empresa alvo (incluindo os custos de transacção).

Equação 3.1

$$VA_O = VE_{AO} - VE'_O - P$$

De outro modo pode dizer-se que o preço máximo que a empresa oferente pode pagar (incluindo custos de transacção) é a diferença entre o valor total das empresas sob gestão

comum e o valor da sua melhor alternativa. Este será o seu preço de abandono das negociações (“walk-away price”), na medida em que, qualquer preço acima desse valor conduz a um acordo menos favorável do que a melhor alternativa seguinte.

O valor do acordo para a empresa alvo (VA_A) é igual à diferença entre o preço pago pela oferente (P) e a sua melhor alternativa (VE'_A).

Equação 3.2

$$VA_A = P - VE'_A$$

O preço mínimo que a empresa alvo pode aceitar será o equivalente ao da sua melhor alternativa.

A estratégia de negociação tem assim de considerar três valores críticos para uma negociação de sucesso:

- a) O valor das empresas em conjunto, sob gestão comum;
- b) O valor da melhor alternativa para a oferente (BATNA da oferente);
- c) O valor da melhor alternativa para a alvo (BATNA da alvo);

Com os dois primeiros valores críticos apura-se o preço de retirada da empresa oferente e com o terceiro valor crítico calcula-se o preço de retirada da empresa alvo (Figura 3.5). A definição dos dois preços de retirada determinam por si só a existência ou não de uma zona de acordo, bem como a sua dimensão.

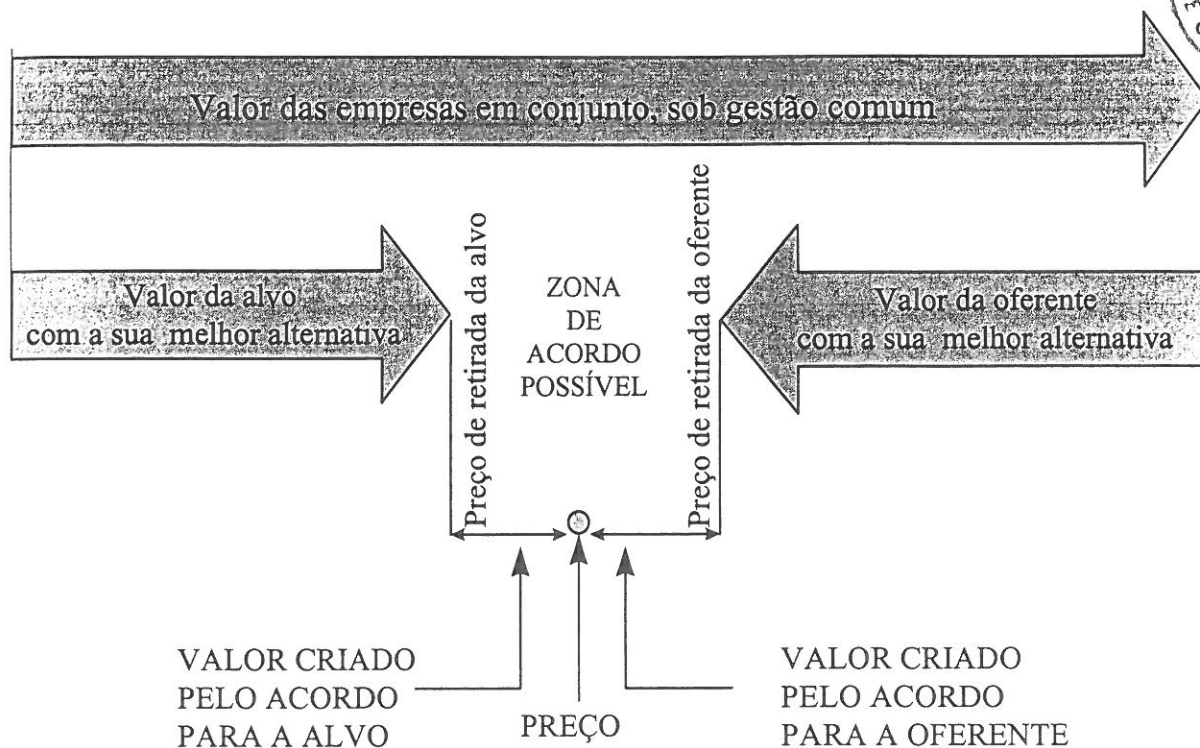


Figura 3-5 Os preços de retirada das empresas em negociação

De modo a que seja possível um acordo é necessário existir margem de preço para negociação. A margem negociável será tanto maior quanto maior for o valor das empresas sob gestão conjunta e quanto menor for o valor das alternativas existentes para as empresas alvo e oferente.

No caso concreto da JM-Vidago, as percepções de valor potencial mostram que existia uma margem de negociação considerável, o que permitiu a concretização do negócio.

Quadro 3.14 Zona de acordo possível para o preço

ZONA DE ACORDO POSSÍVEL	1000 contos	N	Por ação
Valor sob gestão comum	248.372		
Melhor alternativa da alvo	11.500	3.700.000	3.108 Esc.
Melhor alternativa da oferente	213.323	27.381.141	7.791 Esc.
Zona de acordo possível:			
Preço de retirada da alvo	11.500		3.108 Esc.
Preço de retirada da oferente	35.049		9.473 Esc.
Margem de negociação	23.549		6.365 Esc.

Quadro 3.15 Determinação da margem de negociação na JM-Vidago

Na base dos pressupostos a avaliação das empresas em conjunto: contos	248.372 milhares de
As melhores alternativas consideradas:	
- para a Vidago, a oferta da Unicer:	11.500 milhares de contos
- para a JM a continuidade sem aquisição da Vidago:	213.323 milhares de contos
Destes valores resulta como preços de retirada:	
- para a Vidago: 11.500 milhares de contos equivalente a 3.108\$00 escudos por acção.	
- para a JM: 35.049 milhares de contos equivalente a 9.473\$00 escudos por acção.	
Existe assim um intervalo de 6.364\$00 por acção para negociar.	

O preço acordado entre a JM e a Vidago foi de 4.300\$00, preço que se encontra, evidentemente, na zona de negociação.

4. Conclusão

A forma de ver a distribuição do valor não é, na prática, tão simples como pretendem fazer crer os modelos utilizados nos pontos anteriores. Na realidade a percepção de valor de cada uma das partes são, em geral, divergentes. Essas divergências podem ter diferentes motivos, nomeadamente:

- a) existência de informação assimétrica;
- b) os objectivos considerados por cada uma das partes podem ser diferentes;
- c) existem diferentes motivações para a aquisição;
- d) nem todas as alternativas são do conhecimento da outra parte;
- e) as expectativas e previsões de cada uma das partes são distintas;
- f) as atitudes face ao risco são diferenciadas.

Assim, a zona de acordo possível, que define a margem de negociação, é mais complexa do que mostra a figura 3.5:

- a) A percepção da zona de acordo por cada uma das partes é diferente porque as empresas alvo e oferente têm percepções diferentes quanto ao valor das empresas em conjunto e das respectivas melhores alternativas;
- b) Nenhuma das empresas tem conhecimento exacto da percepção que a outra empresa tem da zona possível de acordo. Daí que durante o processo negocial um dos aspectos importantes é o de tentar entender qual a percepção que a outra parte tem da zona negociável;
- c) A zona de acordo percebida pelas partes não é necessariamente estável. À medida que se vai trocando e pesquisando informação durante a fase de negociação quaisquer dos três valores críticos podem mudar.

Neste contexto as técnicas de avaliação de empresas podem ser um auxiliar importante na preparação e acompanhamento das negociações. Na preparação das negociações devem estimar-se os três valores críticos para a definição de uma zona de negociação potencial - o valor das empresas em conjunto, o BATNA da empresa alvo e o BATNA da empresa oferente, tendo por base as possíveis percepções do oferente, da empresa alvo e de oferentes concorrentes.

Pode ainda utilizar-se árvores de decisão, simulação de monte carlo ou modelos de avaliação por arbitragem (teoria das opções) como forma de estudar as possibilidades de negociação e identificar argumentos económico-financeiros que possam ser utilizados durante o processo negocial. Esse será um assunto a que nos dedicaremos nas próximas lições.

ANEXO 1 - METODOLOGIA GERAL DE AVALIAÇÃO

1) Começa por considerar-se o custo de capital (k) é constante:

$$VR_T = \frac{FC_{T+1}}{(1+k)} + \frac{FC_{T+2}}{(1+k)^2} + \dots + \frac{FC_{T+n}}{(1+k)^n} \quad (1.1)$$

2) Pressupõe-se que a taxa de crescimento dos fluxos de caixa é constante (g):

$$VR_T = \frac{FC_T(1+g)}{(1+k)} + \frac{FC_T(1+g)^2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{FC_T(1+g)^n}{(1+k)^n} \quad (1.2)$$

3) Põe-se em evidência o 1º termo dos fluxos de caixa actualizados:

$$VR_T = \frac{FC_T(1+g)}{(1+k)} \left[1 + \frac{(1+g)}{(1+k)} + \frac{(1+g)^2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{(1+g)^{n-1}}{(1+k)^{n-1}} \right] \quad (1.3)$$

$$VR_T = \frac{FC_{T+1}}{(1+k)} \left[1 + \frac{(1+g)}{(1+k)} + \frac{(1+g)^2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{(1+g)^{n-1}}{(1+k)^{n-1}} \right] \quad (1.4)$$

Desta expressão geral pode calcular-se directamente todas as formas de simplificação no que respeita à evolução da taxa de crescimento dos fluxos de caixa e ao período de vida útil da empresa.

ANEXO 2 - VALOR RESIDUAL COM FLUXOS DE CAIXA CONSTANTES

No caso do modelo de os fluxos de caixa serem constantes, significa que a taxa de crescimento é nula ($g=0$) e a formula passa a ser a seguinte:

$$VR_T = \frac{FC_{T+1}}{(1+k)} \left[1 + \left(\frac{1}{1+k} \right)^1 + \left(\frac{1}{1+k} \right)^2 + \dots + \left(\frac{1}{1+k} \right)^{n-1} \right] \quad (2.1)$$

Os termos dentro dos parêntesis são uma constante e os termos dentro dos parêntesis rectos formam uma progressão geométrica de termo inicial igual a 1 crescendo a uma taxa igual a $1/(1+k)$. A progressão geométrica estandardizada em termos abstractos é do tipo seguinte:

$$a + ar^1 + ar^2 + ar^3 + \dots + ar^{n-1} = a[1 + r^1 + r^2 + r^3 + \dots + r^{n-1}] \quad (2.2)$$

Pode ver-se as semelhanças entre (2.1) e (2.2):

$$a = \left(\frac{FC_{T+1}}{1+k} \right) \quad \text{e} \quad r = \left(\frac{1}{1+k} \right) \quad (2.3)$$

1) No caso de número finito de termos:

Quando na série geométrica $|r| < 1$ ela é convergente e no caso de um número n finito de termos a sua soma é dada por:

$$S^n = \frac{a(1-r^n)}{1-r} \quad (2.4)$$

No caso das finanças empresariais verifica-se sempre $|r| < 1$ pois o custo de capital k é sempre positivo.

S^n é, portanto, o somatório da série até n . Em termos da modelação financeira anterior trata-se do valor residual VR_T . Então substituindo (2.3) em (2.4) obtém-se:

$$VR_T = \frac{FC_{T+1}}{1+k} \left[\frac{1 - \left(\frac{1}{1+k} \right)^n}{1 - \frac{1}{1+k}} \right] \quad (2.5)$$

Reduzindo a um denominador comum $(1+k)$ vem:

$$VR_T = \frac{FC_{T+1}}{1+k} \left[\frac{1 - \left(\frac{1}{1+k} \right)^n}{\frac{k}{1+k}} \right] \quad (2.6)$$

e re-arranjando e simplificando vem:

$$VR_T = FC_{T+1} \left[\frac{1}{k} - \frac{1}{k(1+k)^n} \right] \quad (2.7)$$

em que $FC_T = FC_{T+1} = \dots = FC_{T+n}$

2) No caso de um número infinito de termos:

Nas séries em que n tende para infinito (admitindo-se a hipótese de uma série convergente) a soma da progressão geométrica em (2.4) simplifica-se:

$$S^\infty = \frac{a}{1-r} \quad (2.8)$$

S^∞ é, em termos do modelo financeiro, o valor residual. Neste caso os fluxos são constantes e perpétuos. Substituindo (2.3) em (2.8) obtém-se:

$$VR_T = \frac{CF_{T+1}}{1+k} \times \frac{1}{\left(1 - \frac{1}{1+k} \right)}$$

e simplificando:

$$VR_T = \frac{CF_{T+1}}{k}$$

Neste modelo a relação entre os fluxos anuais de caixa é a seguinte:

$$FC_i = FC_{i-1} \times (1 + g) \quad (3.1)$$

Este padrão de evolução de fluxos de caixa é aquele que aparece na formula geral no anexo 1. Então retornando à formula (1.3) deve reconhecer-se que a série cresce a um rácio constante

$$\text{igual a } \frac{(1 + g)}{(1 + k)}. \quad (3.2)$$

Dessa forma, sendo o valor residual a soma de uma série geométrica aplicamos o mesmo método do anexo anterior.

1) No caso de número finito de termos:

Substitui-se (3.2) em (2.4) e estes em (1.3):

$$VR_T = \frac{CF_T(1 + g)}{(1 + k)} \times \frac{1 - \left(\frac{1 + g}{1 + k}\right)^n}{1 - \left(\frac{1 + g}{1 + k}\right)}$$

passando a um denominador comum:

$$VR_T = \frac{CF_T(1 + g)}{(1 + k)} \times \frac{1 - \left(\frac{1 + g}{1 + k}\right)^n}{\left(\frac{k - g}{1 + k}\right)}$$

e simplificando:

$$VR_T = \frac{CF_T(1 + g)}{(k - g)} \times \left[1 - \left(\frac{1 + g}{1 + k}\right)^n \right]$$

para $k \neq g$

ou seja:

$$VR_T = \frac{CF_{T+1}}{(k-g)} \times \left[1 - \left(\frac{1+g}{1+k} \right)^n \right]$$

No caso de a taxa de actualização ser igual à taxa de crescimento a formula anterior não pode ser utilizada. Nesse caso, retornando à equação (1.3) facilmente se verifica que:

$$VR_T = n \times \frac{FC_{T+1}}{k-g}$$

2) No caso de um número infinito de termos:

Neste caso, substitui-se (3.2) em (2.8) e estes em (1.3):

$$VR_T = \frac{FC_T(1+g)}{1+k} \times \frac{1}{1 - \frac{1+g}{1+k}}$$

reduzindo ao denominador comum:

$$VR_T = \frac{FC_T(1+g)}{1+k} \times \frac{1}{\frac{k-g}{1+k}}$$

e simplificando vem:

$$VR_T = \frac{FC_T(1+g)}{k-g} = \frac{FC_{T+1}}{k-g}$$

só podendo aplicar-se desde que $k > g$. Considerando que estamos a considerar os fluxos a longo prazo será natural que o crescimento seja inferior ao custo de capital.

ANEXO 4 - REGRESSÃO DE MERCADO DA JERÓNIMO MARTINS E DA VIDAGO

JERÓNIMO MARTINS

MODELO DE MERCADO: $R_{jm}=a+b \cdot R_{bvl}$

SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,26794185
R Square	0,07179283
Adjusted R Square	0,07071352
Standard Error	0,01490429
Observations	862

ANOVA

	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,014776019	0,014776	66,5173	1,22335E-15
Residual	860	0,191038658	0,000222		
Total	861	0,205814676			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,00147923	0,000512016	2,889024	0,003961	0,000474279	0,002484
β	0,70868512	0,086893242	8,155814	1,22E-15	0,538137498	0,879233

VIDAGO

MODELO DE MERCADO: $R_{vidago}=a+b \cdot R_{bvl}$

SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,13962922
R Square	0,01949632
Adjusted R Square	0,0183562
Standard Error	0,02797612
Observations	862

ANOVA

	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	0,013383719	0,013384	17,10023	3,89351E-05
Residual	860	0,673090451	0,000783		
Total	861	0,68647417			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
Intercept	0,00063191	0,000961079	0,657497	0,511037	-0,001254428	0,002518
β	0,67447056	0,163103051	4,135242	3,89E-05	0,354343971	0,994597



1. Introdução

O Grupo Jerónimo Martins (JM) lança uma OPA em 19 de Dezembro de 1996 sobre a sociedade Vidago Melgaço & Pedras Salgadas (VMPS) depois de negociar com o accionista maioritário a aquisição de modo a garantir o sucesso da operação. O acordo previa o pagamento de 4.300\$00 por acção em numerário avaliando assim em 15,9 milhões de contos a sociedade visada.

As negociações não foram fáceis para a sociedade oferente pois Sousa Cintra até há pouco tempo tencionava vender apenas as empresas da Vidago em Espanha - Fonsana de Somosierra, Fontenova, Manalba e Diasa - onde havia investido 1,5 milhões de contos e que estavam a dar prejuízo. Apesar dessa intenção referida pelo accionista maioritário e Presidente do Grupo VMPS, surgiram vários compradores potenciais. Em Agosto de 1996 a Nestlé oferece 6,5 milhões de contos e Sousa Cintra garante publicamente não considerar a hipótese de venda da Vidago. No mês seguinte a JM oferece a Sousa Cintra 11 milhões de contos pelo controlo da VMPS. Sousa Cintra prefere aguardar por melhor preço. Em Outubro é a vez da Unicer oferecer 11,5 milhões mas o principal accionista volta a recusar. De acordo com Sousa Cintra "a venda esteve sempre dependente do preço". No início de Novembro de 1996 Sousa Cintra e Soares dos Santos, Presidente do grupo JM reiniciam as negociações. Surgem rumores de que um grupo espanhol estaria interessado em investir no mercado português de águas minerais e de que a Unicer mantinha o interesse na Vidago. Referia ainda a imprensa de que a Unicer estaria a finalizar o negócio com Sousa Cintra. Este, no entanto, nega a existência de quaisquer negociações. A 6 de Novembro, Sousa Cintra acorda na proposta da JM que consistia no pagamento de 4.300\$00 por acção em dinheiro. Esta oferta equivalia a avaliar em 15,9 milhões de contos o controlo total da VMPS. A 8 de Novembro dá entrada na CMVM o registo provisório da OPA e é notificada a Direcção Geral da Concorrência e Preços (DGCP) devido ao problema de concentração no sector. Especula-se que a DGCP possa dar um parecer desfavorável pelo poder que a JM adquire na distribuição de águas ou que imponha algumas restrições à actuação da JM na distribuição após a

²© João Carvalho das Neves, Professor Auxiliar, ISEG (1997).

conclusão do negócio. A 22 de Novembro o parecer prévio da DGCP menciona que esta aquisição não fere a lei da concentração no sector das águas e a 13 de Dezembro o despacho do Secretário de Estado do Comércio e Turismo não se opõe à operação de concentração, com base no pressuposto de que mais de metade do mercado das águas onde a Vidago actua está concentrado no canal HORECA (bebidas consumidas fora de casa), mercado que a JM não controla. A CMVM autoriza a OPA a 17 de Dezembro e a 19 desse mês é emitido o anúncio de lançamento de uma OPA geral ao preço de 4.300\$00 e com um prazo de 30 dias, condicionada à aquisição de pelo menos 90% do capital.

2. Apresentação da empresa alvo

A sociedade visada é a Vidago Melgaço e Pedras Salgadas, SA, constituída por um grupo de empresas cuja principal actividade é o engarrafamento e distribuição de águas de mesa. O desempenho económico financeiro do grupo VMPS vinha-se deteriorando nos últimos anos, acompanhado pela perda de quota de mercado. O acréscimo de competitividade do sector conduziu a uma degradação das margens brutas de 2,75% e a não implementação de medidas de reestruturação levou inclusivamente a um aumento significativo dos custos operacionais como os Fornecimentos e Serviços Externos e os Custos com o Pessoal. Além disso, enquanto o mercado das águas lisas cresceu nos últimos dois anos à taxa média de 16% e o mercado das águas com gás 10% a VMPS cresceu apenas 5%.

2.1 O mercado nacional

A produção nacional de águas atingiu em 1995 os 516 milhões de litros, traduzindo um acréscimo de 15,4% em relação a 1994.

Face à reduzida tradição de recurso à importação e à reduzida dimensão das exportações (cerca de 15 milhões de litros em 1995) traduz-se num consumo interno de cerca de 500 milhões de litros o que equivale ao consumo anual per capita de cerca de 50 litros, valor bastante abaixo do consumo verificado nos principais países produtores e consumidores da Europa.

Este caso foi elaborado para discussão na aula e não para ilustrar eficiência ou ineficiência na forma de conduzir os negócios.

O crescimento médio desde 1991 é de cerca de 8,5% sendo de 9,8% para as águas lisas.

Quadro 1 - Consumo de água de mesa

Tipo de Água	1991	1992	1993	1994	1995	Taxa de Crescimento
Lisas	301	320	357	376	438	9,8%
Com gás natural	39	40	39	42	45	3,6%
Gaseificadas	32	30	28	29	33	0,8%
Total	372	390	424	447	516	8,5%

Fonte: Relatórios de Gestão e Contas VMPS

Apesar da perda de quota de mercado, que caiu pela primeira vez abaixo dos 20%, a VMPS detém ainda 18,5% do mercado interno total, com destaque para o segmento de águas gasosas naturais onde a posição continua a ser superior a 90%. As perdas de quota de mercado justificam-se pelos ganhos de quota de mercado das marcas brancas comercializadas pelas grandes superfícies e por uma maior agressividade da concorrência.

Esta situação obrigaria a sociedade visada a proceder a alterações da política comercial e de marketing com maiores investimentos em comunicação. A estratégia do passado tem actuado, essencialmente, sobre o preço através de fortes descontos comerciais e promoções. Além disso, haveria que proceder a um reforço e dinamismo da equipa comercial de forma a dar resposta às necessidades que a distribuição moderna exige.

2.2 Mercado externo e de exportação

A actividade de exportação tem sido extremamente limitada. Os principais países de destino são os PALOP com destaque para Angola e Cabo Verde, e ainda as comunidades de emigrantes da Europa e América. A Água Caramulo representou 70% do total da exportação do Grupo.

A actividade do grupo em Espanha através da sociedades Fonsana de Somossierra, Fontenova, Manalba e Diasa, têm apresentado sucessivamente prejuízos, sendo intenção da Administração alienar tais empresas.

2.3 Actividade industrial

Em 1995 realizaram-se investimentos para instalar uma 3ª linha de engarrafamento, totalmente automatizada e destinada ao enchimento de garrafas de tara perdida na nova fábrica de Pedras Salgadas, aumentando a capacidade de produção para 4.000 "six-packs" por hora.

Também se realizou recentemente a ampliação da unidade industrial Salus-Vidago, tendo em vista a polivalência das linhas existentes no enchimento em tara perdida e com total automatização.

Na unidade do Caramulo também foram realizadas novas captações aumentando o caudal na ordem dos 25%.

Na unidade de Ladeira de Envedos, foi construída e ampliada a maior fábrica do grupo em termos de capacidade instalada e de maior avanço tecnológico.

2.4 Actividade turístico termal

A empresa renovou recentemente os hotéis do grupo. Foram investidos cerca de 1,5 milhões de contos no Vidago Palace Hotel e cerca de 400.000 contos no Hotel Avelames. Além disso, necessitam de investimentos na ordem de 700.000 contos para os balneários, o campo de golfe e a nova club house. Não sendo esta uma área central de actividade (core business) seria um negócio a alienar ou a procurar um parceiro estratégico.

3. Apresentação da oferente

A oferente, Estabelecimentos Jerónimo Martins & Filho, Administração e Participações Financeiras, SGPS é uma gestora de participações sociais que através das suas participadas ocupa uma posição de liderança na indústria alimentar e de bens de consumo, bem como no sector da distribuição. De entre as empresas do grupo destacam-se a Fima, Lever Portuguesa, Iglo, Pingo Doce, Feira Nova, Recheio, Funchalgest. Desde 1990 que enveredou por uma diversificação de partenariado com empresas estrangeiras como a alemã "Douglas A.G." no

retalho especializado, com a "Hussel Ibérica" nos chocolates e confeitaria e com a "Booker PLC" inglesa e a holandesa "Ahold N.V." em outras áreas de actividade.

Depois de ter alcançado uma posição de destaque no mercado alimentar em Portugal, o Grupo inicia em 1995 a sua internacionalização em resposta às dificuldades de licenciamento de grandes superfícies em Portugal, que colocam problemas no desenvolvimento sustentado da distribuição. A JM adquire a Lillywhites no Reino Unido e o Eurocash (um cash & carry) na Polónia seguindo-se em 1996 a aquisição ainda naquele país de um supermercado e um hipermercado.

Em 1996 procura ganhos de sinergia entre a distribuição alimentar e mercado financeiro através da associação com o BCP/Atlântico. Cria a "Expresso Atlântico" uma rede dedicada à distribuição de produtos financeiros nos supermercados do grupo JM.

A internacionalização cria novos desafios e os gestores do Grupo estão conscientes do esforço organizacional exigido. Apesar das vantagens competitivas que o Grupo reconhece ter, a Administração menciona os diferentes hábitos de consumo, funcionamento dos mercados imobiliários e relacionamento com os fornecedores e cultura local, nomeadamente nas relações laborais, como as principais barreiras a vencer.

Dada a experiência acumulada a JM continuará atenta às oportunidades de reforço da posição do grupo como líder na distribuição alimentar em Portugal, no seu desenvolvimento internacional e a continuar a valorizar a área industrial, com particular relevo para as oportunidades na cadeia de valor pela interligação que pode fazer entre as suas empresas produtoras e distribuidoras.

4. A Reestruturação e as oportunidades da aquisição

Os recursos financeiros alheios na VMPS atingem em 1996 cerca de 6,2 milhões de contos. Ponce Leão, administrador do grupo JM para a área financeira minimiza este problema à Visão (21-11-96). "Depois de alguns desinvestimentos que vamos realizar, ela torna-se numa empresa quase sem dívidas". De acordo com a sua perspectiva as empresas espanholas terão um valor líquido de 2 milhões de contos, e a venda não é problemática. O acordo com Sousa

Cintra prevê que este assumirá responsabilidades financeiras dos prejuízos aí verificados se não se consumir um acordo de venda que estaria praticamente finalizado. Os activos imobiliários do grupo valem cerca de 3 milhões de contos. De entre os activos estão os edifícios centrais em Alfragide que se tornam desnecessários para o Grupo JM, os dois hotéis que não são uma área de actividade da JM e as Águas São Lourenço e Água Viva que a JM também pretende alienar.

Além disso, a JM prevê duplicar o valor das vendas da VMPS em três anos, pela facilidade de escoamento através das cadeias comerciais do grupo como o Pingo Doce, a Feira Nova e o Recheio. As marcas fortes da Vidago que se pretendem utilizar são as seguintes: Caramulo, Pedras Salgadas, Vidago Salus e Ladeira de Envedos.

Além disso a JM aproveitará a rede de distribuição das águas de mesa para colocar, nos pontos de venda onde já estão as águas da VMPS, os produtos alimentares com a marca "Master Chief" constituídos por cerca de 200 bens de consumo como massas, arroz, sumos e óleos entre outros.

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS CONSOLIDADAS: VIDAGO, MELGAÇO & PEDRAS SALGADAS, SA

	(milhares de contos)					Estimativa
DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Vendas	4.043	4.578	4.652	5.593	5.895	6.160
Custo das vendas	1.666	1.731	1.804	1.542	1.658	1.733
Margem de contribuição	2.377	2.847	2.848	4.051	4.237	4.427
%	58,8%	62,2%	61,2%	72,4%	71,9%	71,9%
Custos operacionais	1.609	2.004	2.094	2.702	3.167	3.290
Amortizações	468	387	369	579	613	618
Provisões	0	0	0	2	27	20
RESULTADO OPERACIONAL	300	456	385	768	430	499
%	7,4%	10,0%	8,3%	13,7%	7,3%	8,1%
Proveitos financeiros	75	80	52	26	41	18
Custos financeiros	30	153	123	457	428	370
RESULTADO CORRENTE	345	383	314	337	43	147
Resultado extraordinário	-3	-2	32	28	238	117
RESULTADOS ANTES DE IMPOSTOS	342	381	346	365	281	264
Impostos sobre lucros	147	176	175	220	103	97
RESULTADO LÍQUIDO	195	205	171	145	178	168
Interesses minoritários	-5	-3	-4	-5	-28	-28
RESULTADO ATRIBUÍDO	200	208	175	150	206	196
BALANÇO FUNCIONAL	1991	1992	1993	1994	1995	1996
CAPITAL INVESTIDO						
Activo incorpóreo	50	49	53	2.069	287	270
Activo corpóreo	4.193	5.297	6.701	9.900	11.982	12.227
ACTIVO FIXO DE EXPLORAÇÃO	4.243	5.346	6.754	11.969	12.269	12.497
Necessidades cíclicas	852	905	1.033	1.176	979	1.221
Recursos cíclicos	556	534	547	1.027	1.061	1.317
NECESS. EM FUNDO DE MANEIO	296	371	486	149	-82	-96
ACTIVO ECONÓMICO BRUTO	4.539	5.717	7.240	12.118	12.187	12.401
Investimentos financeiros	604	1.061	948	601	1.101	1.271
Dividas de terceiros a m/l prazo	28	102	177	0	287	299
Tesouraria	679	546	476	911	624	581
ACTIVO FINANCEIRO	1.311	1.709	1.601	1.512	2.012	2.151
CAPITAL INVESTIDO	5.850	7.426	8.841	13.630	14.199	14.552
RECURSOS FINANCEIROS						
Capital social	1.600	1.600	1.600	3.700	3.700	3.700
Reservas e resultados	2.237	2.650	2.659	3.587	3.581	3.763
Interesses minoritários	697	697	692	687	799	786
RECURSOS PRÓPRIOS	4.534	4.947	4.951	7.974	8.080	8.249
Capitais alheios m/l prazo	701	1.305	2.377	3.727	3.965	4.228
RECURSOS PERMANENTES	5.235	6.252	7.328	11.701	12.045	12.477
Endividamento corrente	615	1.174	1.513	1.929	2.154	2.075
TOTAL RECURSOS FINANCEIROS	5.850	7.426	8.841	13.630	14.199	14.552
RÁCIOS	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Endividamento	22,5%	33,4%	44,0%	41,5%	43,1%	43,3%
Estrutura do endividamento	46,7%	47,4%	38,9%	34,1%	35,2%	32,9%
Rendibilidade activo económico	2,9%	3,3%	2,2%	2,2%	1,9%	2,2%
Rendibilidade capital próprio	4,3%	4,1%	3,5%	1,8%	2,2%	2,0%
Determinates do valor						
Crescimento das vendas		13,2%	1,6%	20,2%	5,4%	4,5%
Custos vendas % vendas	41,2%	37,8%	38,8%	27,6%	28,1%	28,1%
Despesas operacionais % vendas	39,8%	43,8%	45,0%	48,3%	53,7%	53,4%
Amortizações % Activo fixo	11,0%	7,2%	5,5%	4,8%	5,0%	4,9%
Rotação do activo fixo de exploração	0,95	0,86	0,69	0,47	0,48	0,49
Ciclo financeiro	27	30	38	10	-5	-6

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS CONSOLIDADAS:
ESTABELECIMENTOS JERÓNIMO MARTINS & FILHO, SGPS, SA

(milhões de contos)

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Vendas	62.973	86.692	97.138	186.721	216.667	281.665	324.954
Custo das vendas	49.878	70.380	77.564	158.437	178.525	236.065	272.346
Margem de contribuição	13.095	16.312	19.574	28.284	38.142	45.600	52.608
%	20,8%	18,8%	20,2%	15,1%	17,6%	16,2%	16,2%
Custos operacionais	8.700	9.853	11.996	15.509	18.964	23.119	28.098
Amortizações	1.409	2.091	2.775	5.375	7.480	8.860	10.548
Provisões	94	218	133	318	499	612	600
RESULTADO OPERACIONAL	2.892	4.150	4.670	7.082	11.199	13.009	13.362
%	4,6%	4,8%	4,8%	3,8%	5,2%	4,6%	4,1%
Proveitos financeiros	1.388	1.669	2.508	4.738	4.247	5.305	5.856
Custos financeiros	2.161	2.414	2.836	6.984	7.805	8.878	9.440
RESULTADO CORRENTE	2.119	3.405	4.342	4.836	7.641	9.436	9.778
Resultado extraordinário	430	56	231	-940	-142	-36	-160
RESULTADO DO EXERCÍCIO	2.549	3.461	4.573	3.896	7.499	9.400	9.618
Impostos sobre lucros	340	865	781	835	1.222	1.278	1.308
RESULTADO LÍQUIDO	2.209	2.596	3.792	3.061	6.277	8.122	8.311
Interesses minoritários	492	591	-829	383	1.914	2.565	2.625
RESULTADO ATRIBUÍVEL	1.717	2.005	4.621	2.678	4.363	5.557	5.686
BALANÇO FUNCIONAL	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
CAPITAL INVESTIDO							
Activo incorpóreo	948	1.114	5.241	34.717	34.207	43.898	44.762
Activo corpóreo	13.728	19.822	25.095	45.752	56.509	80.380	89.772
ACTIVO FIXO DE EXPLORAÇÃO	14.676	20.936	30.336	80.469	90.716	124.278	134.534
Necessidades cíclicas	11.221	12.459	13.804	23.958	27.229	39.983	44.285
Recursos cíclicos	12.115	16.006	19.002	35.958	41.670	55.266	54.336
NECESSIDADES EM FUNDO DE MANEIO	-894	-3.547	-5.198	-12.000	-14.441	-15.283	-10.051
ACTIVO ECONÓMICO	13.782	17.389	25.138	68.469	76.275	108.995	124.483
Investimentos financeiros	7.683	2.554	3.043	5.099	8.019	6.574	5.944
Dívidas a receber a m/l prazo	0	0	11	0	0	0	0
Tesouraria activa	2.747	8.581	7.475	8.432	5.645	8.670	12.591
ACTIVO FINANCEIRO	10.430	11.135	10.529	13.531	13.664	15.244	18.535
CAPITAL INVESTIDO	24.212	28.524	35.667	82.000	89.939	124.239	143.018
RECURSOS FINANCEIROS							
Capital social	3.740	6.000	6.000	6.282	13.019	13.206	13.691
Reservas e resultados	4.394	660	5.033	7.887	4.975	9.435	10.474
Interesses minoritários	3.507	3.783	4.985	12.850	14.625	17.543	18.698
RECURSOS PRÓPRIOS	11.641	10.443	16.018	27.019	32.619	40.184	42.863
Capitais alheios m/l prazo	4.238	9.239	6.500	21.228	31.180	38.525	35.257
RECURSOS PERMANENTES	15.879	19.682	22.518	48.247	63.799	78.709	78.120
Endividamento corrente	8.333	8.842	13.149	33.753	26.140	45.530	64.898
TOTAL DE RECURSOS FINANCEIROS	24.212	28.524	35.667	82.000	89.939	124.239	143.018
RÁCIOS	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Endividamento	51,9%	63,4%	55,1%	67,1%	63,7%	67,7%	70,0%
Estrutura do endividamento	66,3%	48,9%	66,9%	61,4%	45,6%	54,2%	64,8%
Rendibilidade do activo económico	18,2%	17,9%	15,4%	8,1%	12,3%	10,3%	9,3%
Rendibilidade do capital próprio	19,0%	24,9%	23,7%	11,3%	19,2%	20,2%	19,4%
Determinantes do valor:							
Crescimento das vendas	37,7%	12,0%	92,2%	16,0%	30,0%	15,4%	
Custo das vendas % vendas	81,2%	79,8%	84,9%	82,4%	83,8%	83,8%	
Despesas operacionais % vendas	11,4%	12,3%	8,3%	8,8%	8,2%	8,6%	
Amortizações % activo fixo exploração	10,0%	9,1%	6,7%	8,2%	7,1%	7,8%	
Rotação do activo fixo de exploração	4,14	3,20	2,32	2,39	2,27	2,42	
Ciclo financeiro	-15	-20	-23	-24	-20	-11	

ANEXO 6 - AVALIAÇÃO DA SINERGIA E DOS PREÇOS DE NEGOCIAÇÃO

VIDAGO SOB GESTÃO AUTÓNOMA

(milhares de contos)

	Estimativa	Previsional				
	1996	1997	1998	1999	2000	2001
INDICADORES E PRESSUPOSTOS						
Taxa de crescimento anual		5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%
Taxa de crescimento na 2ª fase						2,5%
Custo das Vendas %	28,1%	28,1%	28,1%	28,1%	28,1%	28,1%
Despesas operacionais %	53,4%	51,4%	50,4%	50,0%	50,0%	50,0%
Taxa de Imposto	39,6%	37,4%	37,4%	37,4%	37,4%	37,4%
BALANÇO						
Activo fixo de exploração	12.497	12.497	12.497	12.497	12.497	12.497
Necessidades em fundo de maneoio	-96	-101	-106	-111	-116	-120
Activo económico	12.401	12.396	12.391	12.386	12.381	12.377
Activo financeiro	2.151					
CAPITAL INVESTIDO	14.552					
Recursos próprios	8.249	56,7%	Dos quais I.minoritários		786	9,5%
Recursos alheios	6.303	43,3%				
RECURSOS FINANCEIROS	14.552	100,0%				
Rotação do activo	0,49	0,52	0,54	0,57	0,59	0,62
NFM (dias de venda)	-6	-6	-6	-6	-6	-6
Taxa de amortização	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
CUSTO DE CAPITAL						
Taxa de juro sem risco	7,07%					
Beta	0,6745					
Prémio de risco de mercado	5,50%					
Custo do capital próprio (Ke)	10,78%	6,11%				
Encargos financeiros	370					
Custo do capital alheio (Kd)	5,87%	1,59%				
Custo médio de capital (Km)		7,70%				
FLUXOS DE CAIXA OPERACIONAL	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Vendas	6.160	6.468	6.791	7.131	7.416	7.713
Custo das Vendas	1.733	1.819	1.910	2.006	2.086	2.169
Despesas operacionais	3.290	3.325	3.423	3.566	3.709	3.857
Amortizações	618	618	618	618	618	618
Outras Despesas	20	20	20	20	20	20
Resultado Operacional	499	686	820	921	984	1.048
Resultado Operacional pós Imposto		429	513	577	616	656
Investimento em Activo Fixo		618	618	618	618	618
Acrescimo em NFM		(5)	(5)	(5)	(4)	(5)
Cash-Flow Operacional		434	518	582	620	661
Valor residual ao custo médio		0	0	0	0	12.931
Taxa de Custo do Capital	7,70%					
Valor dos fluxos da 1ª fase	2.233					
Valor residual	8.923					
Valor do activo económico	11.156		Mês	Cotação média		
Activo financeiro	2.151		dez-95	1.532 Esc.		
Recursos alheios	6.303		jan-96	1.626 Esc.		
Valor dos Recursos Próprios	7.004		fev-96	1.594 Esc.		
Atribuível a interesses minoritários	667		mar-96	1.660 Esc.		
Valor das acções ordinárias	6.336		abr-96	1.686 Esc.		
Nº Acções	3.700.000		mai-96	1.758 Esc.		
Preço por acção	1.713 Esc.		jun-96	1.761 Esc.		

JERÓNIMO MARTINS
SOB GESTÃO AUTÓNOMA

(milhares de contos)

INDICADORES E PRESSUPOSTOS	Estimativa	Previsional				
	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Taxa de crescimento anual		16,0%	16,0%	13,5%	11,0%	8,5%
Taxa de crescimento na 2ª fase						3,0%
Custo das Vendas %	83,8%	83,8%	83,8%	83,8%	83,8%	83,8%
Despesas operacionais %	8,6%	8,4%	8,2%	8,0%	8,0%	8,0%
Taxa de Imposto	39,6%	37,4%	37,4%	37,4%	37,4%	37,4%
BALANÇO						
Activo fixo de exploração	134.534	134.534	134.534	134.534	134.534	134.534
Necessidades em fundo de maneo	-10.051	-11.659	-13.525	-15.350	-17.039	-18.487
Activo económico	124.483	122.875	121.009	119.184	117.495	116.047
Activo financeiro	18.535					
CAPITAL INVESTIDO	143.018					
Recursos próprios	42.863	30,0%	Dos quais I. minoritários		18.698	43,6%
Recursos alheios	100.155	70,0%				
RECURSOS FINANCEIROS	143.018	100,0%				
Rotação do activo	2,42	2,80	3,25	3,69	4,09	4,44
NFM (dias de venda)	-11	-11	-11	-11	-11	-11
Taxa de amortização	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
CUSTO DE CAPITAL						
Taxa de juro sem risco	7,07%					
Beta	0,7087					
Prémio de risco de mercado	5,50%					
Custo do capital próprio (Ke)	10,97%	3,29%				
Encargos financeiros	9.440					
Custo do capital alheio (Kd)	9,43%	4,13%				
Custo médio de capital (Km)		7,42%				
FLUXOS DE CAIXA OPERACIONAL	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Vendas	324.954	376.947	437.258	496.288	550.880	597.704
Custo das Vendas	272.346	315.921	366.468	415.942	461.695	500.939
Despesas operacionais	28.098	31.840	36.060	39.935	44.328	48.096
Amortizações	10.548	10.548	10.548	10.548	10.548	10.548
Outras Despesas	600	600	600	600	600	600
Resultado Operacional	13.362	18.038	23.582	29.263	33.708	37.521
Resultado Operacional pós Imposto		11.292	14.762	18.319	21.101	23.488
Investimento em Activo Fixo		10.548	10.548	10.548	10.548	10.548
Acréscimo NFM		(1.608)	(1.865)	(1.826)	(1.689)	(1.448)
Cash-Flow Operacional		12.900	16.628	20.145	22.790	24.937
Valor residual ao custo médio		0	0	0	0	547.467
Taxa de Custo do Capital	7,42%					
Valor fluxos 1ª fase	77.223					
Valor residual	382.782					
Valor do activo económico	460.005		Dia	Cotação		
Activo financeiro	18.535		3-dez-96	7.550 Esc.		
Recursos alheios	100.155		4-dez-96	7.600 Esc.		
Valor dos Recursos Próprios	378.385		5-dez-96	7.900 Esc.		
Atribuível a interesses minoritários	165.062		6-dez-96	7.780 Esc.		
Valor das acções ordinárias	213.323		7-dez-96	7.750 Esc.		
Nº Acções	27.381.141		8-dez-96	7.770 Esc.		
Preço por acção	7.791 Esc.		9-dez-96	7.794 Esc.		
			10-dez-96	7.950 Esc.		



VIDAGO
SOB GESTÃO DA JM

(milhares de contos)

INDICADORES E PRESSUPOSTOS	Estimativa		Previsional			
	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Taxa de crescimento anual		33,3%	33,3%	33,3%	9,0%	9,0%
Taxa de crescimento na 2ª fase						3,0%
Custo das Vendas %	28,1%	27,6%	27,6%	27,6%	27,6%	27,6%
Despesas operacionais %	53,4%	50,4%	49,4%	49,0%	49,0%	49,0%
Taxa de Imposto	39,6%	37,4%	37,4%	37,4%	37,4%	37,4%
BALANÇO						
Activo fixo de exploração	12.497	12.497	12.497	12.497	12.497	12.497
Necessidades em fundo de maneo	-96	-128	-171	-228	-248	-270
Activo económico	12.401	12.369	12.326	12.269	12.249	12.227
Activo financeiro	2.151					
CAPITAL INVESTIDO	14.552					
		Estrutura				
			%			
Recursos próprios	8.249	8.249	86,4%			
Recursos alheios	6.303	1.303	13,6%			
RECURSOS FINANCEIROS	14.552	9.552	100,0%			
Rotação do activo	0,49	0,66	0,88	1,17	1,27	1,39
NFM (dias de venda)	-6	-6	-6	-6	-6	-6
Taxa de amortização	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
CUSTO DE CAPITAL						
	Actual	S/dívida	Ajustado			
Taxa de juro sem risco	7,07%	7,07%	7,07%			
Beta	0,6745	0,4615	0,5071			
Prémio de risco de mercado	5,5%	5,5%	5,50%			
Custo do capital próprio (Ke)	10,8%	9,61%	9,86%	8,51%		
Encargos financeiros			76			
Custo do capital alheio (Kd)			5,87%	0,50%		
Custo médio de capital (Km)				9,02%		
FLUXOS DE CAIXA OPERACIONAL	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Vendas	6.160	8.213	10.951	14.601	15.916	17.348
Custo das Vendas	1.733	2.269	3.025	4.034	4.397	4.792
Despesas operacionais	3.290	4.140	5.411	7.156	7.800	8.502
Amortizações	618	618	618	618	618	618
Outras Despesas	20	20	20	20	20	20
Resultado Operacional	499	1.166	1.877	2.774	3.081	3.415
Resultado Operacional pós Imposto		730	1.175	1.736	1.929	2.138
Investimento em Activo Fixo		618	618	618	618	618
Acréscimo NFM		(32)	(43)	(57)	(20)	(22)
Cash-Flow Operacional		762	1.218	1.793	1.949	2.160
Valor residual ao custo médio		0	0	0	0	36.608
Taxa de Custo do Capital	9,02%					
Valor fluxos 1ª fase	5.891					
Valor residual	23.776					
Valor do activo económico	29.666					
Activo financeiro	5.000					
Recursos alheios	6.303					
Valor dos Recursos Próprios	28.363					
Atribuível a interesses minoritários	2.703	Acréscimo				
Valor das acções ordinárias	25.661	19.324				
Nº Acções	3.700.000					
Preço por acção	6.935	5.223				
	Esc.	Esc.				

**JERÓNIMO MARTINS
COM A AQUISIÇÃO DA VIDAGO**

(milhares de contos)

INDICADORES E PRESSUPOSTOS	Estimativa	Previsional				
	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Taxa de crescimento anual		17,00%	17,00%	14,50%	11,00%	8,50%
Taxa de crescimento na 2ª fase						3,00%
Custo das Vendas %	83,8%	83,8%	83,8%	83,8%	83,8%	83,8%
Despesas operacionais %	8,6%	8,3%	8,1%	7,9%	7,9%	7,9%
Taxa de Imposto	39,6%	37,4%	37,4%	37,4%	37,4%	37,4%
Activo fixo de exploração	134.534	135.694	136.864	138.069	138.069	138.069
Necessidades em fundo de maneo	-10.051	-11.760	-13.759	-15.754	-17.487	-18.973
Activo económico	124.483	123.934	123.105	122.316	120.583	119.096
Activo financeiro	18.535					
CAPITAL INVESTIDO	143.018					
Recursos próprios	42.863	30,0%				
Recursos alheios	100.155	70,0%				
RECURSOS FINANCEIROS	143.018	100,0%				
Rotação do activo	2,42	2,80	3,25	3,69	4,09	4,44
NFM (dias de venda)	-11	-11	-11	-11	-11	-11
Taxa de amortização	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%	7,8%
CUSTO DE CAPITAL						
Taxa de juro sem risco	7,07%					
Beta	0,7087					
Prémio de risco de mercado	5,50%					
Custo do capital próprio (Ke)	10,97%	3,29%				
Encargos financeiros	9.440					
Custo do capital alheio (Kd)	9,43%	4,13%				
Custo médio de capital (Km)		7,42%				
FLUXOS DE CAIXA OPERACIONAL	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Vendas	324.954	380.196	444.830	509.330	565.356	613.411
Custo das Vendas	272.346	318.645	372.814	426.872	473.828	514.103
Despesas operacionais	28.098	31.734	36.239	40.475	44.928	48.746
Amortizações	10.548	10.639	10.731	10.825	10.825	10.825
Outras Despesas	600	600	600	600	600	600
Resultado Operacional	13.362	18.579	24.446	30.557	35.175	39.136
Resultado Operacional pós Imp.		11.630	15.303	19.129	22.020	24.499
Invest. Activo Fixo		11.799	11.900	12.031	10.825	10.825
Acresc. NFM		(1.709)	(1.999)	(1.995)	(1.733)	(1.486)
Cash-Flow Operacional		12.179	16.132	19.918	23.753	25.986
Valor residual ao custo médio		0	0	0	0	571.034
Taxa de Custo do Capital	7,42%					
Valor fluxos 1ª fase	77.397					
Valor residual	399.260					
Valor do activo económico sem div.	476.657					
Activo financeiro	18.535					
Recursos alheios	100.155					
Valor dos Recursos Próprios	395.037					
Atribuível a interesses minoritários	172.326	Acréscimo				
Valor das acções ordinárias	222.711	16.651				
Nº Acções	27.381.141					
Preço por acção	8.134 Esc.	343 Esc.				

VALOR DA SINERGIA

	1000 contos	1000 contos
Valor do capital próprio das empresas em separado		
Vidago		6.336
Jerónimo Martins		213.323
Total		219.660
Valor das empresas com a aquisição		248.372
Valor da sinergia		28.712
Preço pago	15.910	4.300 Esc

DISTRIBUIÇÃO DA SINERGIA

	1000 contos	%	Por acção	Cotação a 10-dez-96	Cotação esperada após aquisição
Sinergia entregue à alvo	9.574	33,3%	2.587 Esc.		
Sinergia esperada pela oferente	19.138	66,7%	699 Esc.	7.950 Esc.	8.649 Esc.
Total da sinergia	28.712				

ZONA DE ACORDO POSSÍVEL

	1000 contos	N	Por acção
Valor sob gestão comum	248.372		
Melhor alternativa da alvo	11.500	3.700.000	3.108 Esc.
Melhor alternativa da oferente	213.323	27.381.141	7.791 Esc.

Preço pago

Valor criado para a oferente

Zona de acordo possível:

Preço de retirada da alvo

Preço de retirada da oferente

Margem de negociação

11.500

35.049

23.549

3.108 Esc.

9.473 Esc.

6.365 Esc.

JERÓNIMO MARTINS

	Data	Cotação	Sinergia	Preço
Antes da aquisição			Por acção	Esperado
Após a aquisição	10-dez-96	7.950 Esc.		
Cotação inicial + sinergia	26-fev-97	9.320 Esc.	699 Esc.	
Avaliação inicial + sinergia				8.649 Esc.
				9.071 Esc.

BIBLIOGRAFIA

- Copeland, T., T. Koller e J. Murrin (1990), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, N.Y.: John Wiley & Sons
- Copeland, T. e J. Weston (1988). *Financial Theory and Corporate Policy*, 3ª Ed., Reading, Mass.: Addison-Wesley Publishing Company
- Clarke, R., B. Wilson, R. Daines e S. Nadauld (1988). *Strategic Financial Management*, Homewood, Illinois: Richard D. Irwin
- Damodaran, A. (1996), *Investment Valuation*, N.Y.: John Wiley & Sons, Wiley Frontiers in Finance
- Mitchell, M. e K. Lehn (1991). Do bad bidders become good targets?, *Journal of Applied Corporate Finance*, 3(2), 60-69.
- Rappaport, A. (1986), *Creating Shareholder Value*, N.Y.: Free Press
- Fisher, R. e Ury, W., (1981), *Getting to Yes: Negotiating Agreements without Giving In*, Houghton Mifflin Company, Boston, MA
- Jensen, M. e H. Meckling (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership, *Journal of Financial Economics* 3(4), 305-360
- Reid S. (1968). *Mergers, Managers and the Economy*, N.Y.: McGraw-Hill
- Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, *Journal of Business* 59 (2), 187-216
- Schlosser, M. (1992). *Corporate Finance: A Model Building Approach*, 2ª ed., N.Y.: Prentice Hall
- Stewart III, G. (1991), *The Quest for Value*, N.Y.: Harper Business

Documentos diversos:

- Anúncio de lançamento por Estabelecimentos Jerónimo Martins & Filho, SGPS, SA de uma Oferta Pública Geral de Aquisição das acções da Vidago, Melgaço & Pedras Salgadas, SA.
- Coelho, H. e J. Vieira (1996). Sousa Cintra: Águas Passadas, *Visão*, nº 192, 21-11-96, 60-62.
- Expresso (1996). JM negocia termos com estrangeiros, *Expresso*, 16-11-96.
- Nota informativa relativa ao lançamento por Estabelecimentos Jerónimo Martins & Filho, SGPS, SA de uma Oferta Pública Geral de Aquisição das acções da Vidago, Melgaço & Pedras Salgadas, SA.
- Fortuna (1996). nº 36
- Semanário Económico, 8-11-96 e 15-11-96
- Relatórios e contas da Vidago, Melgaço & Pedras Salgadas, SA: 1991-1995 e 1º semestre de 1996
- Relatórios e contas de Estabelecimentos Jerónimo Martins & Filho, Administração e Participações Financeiras, SA: 1991-1995 e 1º semestre de 1996