



Faculdade de Economia e Gestão  
**Universidade Católica Portuguesa**

**Avaliação do Risco de Crédito no Financiamento à  
Aquisição: o caso do Banco Santander Totta**

**Credit Risk Evaluation on Acquisition Finance: the case of Banco  
Santander Totta**

**Relatório de Estágio do Mestrado em Gestão**

Trabalho Final de Mestrado submetido no cumprimento parcial dos requisitos para o grau de Mestre em Gestão da Faculdade de Economia e Gestão da Universidade Católica Portuguesa.

Elaborado por:

**Rafael Duarte da Costa Bastos**

Licenciatura em Economia

Orientado pelo:

**Professor Doutor Luís Pedro Krug Pacheco**

Porto, Agosto de 2012



**(Nota:** A informação contida neste relatório é estritamente confidencial e a sua divulgação só pode ser realizada mediante a autorização do Banco Santander Totta)



## **AGRADECIMENTOS**

Aos meus pais e irmão por me apoiarem e aconselharem em todas as decisões e momentos da minha vida.

A todos os meus amigos por todo apoio que me dão e que me deram nestes meses que completam uma nova etapa.

À minha namorada por tudo que representa na minha vida.

Ao Dr. Eduardo, orientador do meu Estágio no Banco Santander Totta, por toda a ajuda que me deu.

Ao meu orientador, por toda a disponibilidade e aconselhamento ao longo do ano.



## RESUMO

Ao longo da história tem-se assistido a inúmeras fases em que existe um número anormal de Fusões e Aquisições (F&A), quer seja pelos motivos normalmente associados às F&A como a vontade de crescer, de obter sinergias, de adquirir uma empresa subvalorizada, de ganhar quota de mercado, quer seja por motivos específicos da época em causa.

No entanto os processos de F&A podem ser morosos, com muitas especificidades e com um aspecto que nunca pode ser esquecido, o seu financiamento. Apesar de existirem várias opções para o financiamento das operações, o recurso ao financiamento bancário é o mais utilizado quando as empresas pretendem adquirir outra, (Sherman & Hart, 2006).

Sendo este um momento em que existe uma maior restrição ao crédito bancário e em que se perspectiva uma existência crescente de aquisições, o conhecimento da análise do risco de crédito e de quais os aspectos mais importantes para os bancos nesta análise, torna-se imprescindível.

Assim, através da análise de casos estudados e aprovados pelo Banco Santander Totta (BST) e da realização de um inquérito, irão ser estudados quais são os critérios analisados pelos bancos e quais os mais importantes para a avaliação do risco de o devedor pagar o financiamento.

Conclui-se que a capacidade de geração é sem dúvida o critério mais importante, pois é através desta que a empresa irá amortizar o financiamento obtido. Com esta conclusão, vai-se de encontro ao que relatam as principais obras, indiciando uma menor importância da existência de activos colaterais quando comparadas com a capacidade de geração das empresas. Para além deste factor existem outros, como os indicadores de cobertura da dívida, a área de actuação da empresa ou o prazo de financiamento, quando superior a 5 anos, que são considerados muito importantes na análise do risco de crédito ao financiamento à aquisição.

**Palavras-Chave:** Fusões e Aquisições, financiamento à aquisição, financiamento bancário, risco de crédito e avaliação de risco de crédito



## ABSTRACT

Over the years several phases have been witnessed in which there is an abnormal number of Mergers and Acquisitions (M&A). The reasons are usually associated whether with M&A, such as the will to grow, to achieve synergies, to acquire a company undervalued, to gain market share, or with specific reasons at the time in question.

However, the M&A processes can be lengthy, contain many specific features and have a feature that can never be forgotten, their funding. Although there are several options available for financing operations, bank financing is the most used when companies want to buy another, (Sherman & Hart, 2006).

This being a time when a greater restriction on bank credit is being made and in which an increasing on acquisitions is expected, knowing the credit risk analysis and what are the most important aspects for banks in this analysis is indispensable.

Thus, by analyzing cases, studied and approved by the Banco Santander Totta (BST), and carrying out an inquiry, it will be studied what criteria are used by the banks to analyzed and which ones are the most important for assessing the risk of the debtor paying the financing.

It is concluded that the generation capacity is undoubtedly the most important criterion because it is through this that the company will repay the loan obtained. This conclusion agrees with the major works that report a lesser importance of collateral assets when compared with a generation capacity of enterprises. Furthermore, there are other factors which are considered very important in the analysis of credit risk to finance the acquisition, such as debt coverage indicators, the company's operation area or the financing term, when higher than five years.

**Key-Words:** Mergers & Acquisitions, acquisition finance, bank financing, credit risk and credit risk evaluation



## **GLOSSÁRIO**

F&A - Fusões e Aquisições

M&A – *Mergers and Acquisitions*

LBO – *Leveraged Buy-Out*

BST – Banco Santander Totta

EUA – Estados Unidos da América

BRIC – Brasil, Rússia, Índia e China

EBITDA – *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*

SPV – Special Purpose Vehicle



## ÍNDICE GERAL

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>1</b>
<b>1. FUSÕES E AQUISIÇÕES.....</b>	<b>4</b>
1.1 Definição.....	4
1.2 Ondas de F&A.....	5
1.3 Motivações de Compra e Venda.....	7
1.4 Intervenientes e Processo de F&A.....	11
1.5 Principais motivos para o insucesso das Fusões e Aquisições.....	17
<b>2. FINANCIAMENTO À AQUISIÇÃO E A ANÁLISE DO RISCO DE CRÉDITO.....</b>	<b>18</b>
2.1 <i>Acquisition Finance</i> .....	18
2.1.1 <i>Cash</i> .....	19
2.1.2 Capital Próprio.....	20
2.1.3 <i>Seller financing</i> .....	21
2.1.4 Outros Endividamentos.....	22
2.1.5 Capital Híbrido.....	23
2.2 Risco de Crédito.....	23
2.3 A avaliação do risco de crédito no financiamento a aquisições.....	24
<b>3. O PROBLEMA E A METODOLOGIA DE ESTUDO.....</b>	<b>27</b>
3.1 Problema.....	27
3.2 Metodologia de Estudo.....	28
<b>4. ESTUDO DE CASOS.....</b>	<b>30</b>
4.1 Geração de Financiamentos à Aquisição.....	30
4.2 Casos.....	32
4.2.1 Financiamento à aquisição da empresa B.....	32
4.2.2 Financiamento à aquisição da empresa D.....	38
<b>5. INQUÉRITO.....</b>	<b>44</b>
5.1 Empresa Adquirente.....	44
5.2 Empresa Adquirida.....	49
5.3 Negócio.....	49
5.4 Empresa Adquirente + Adquirida.....	50
<b>6. RESULTADOS.....</b>	<b>53</b>
6.1 Estudo da Empresa Adquirente.....	53



6.2	Estudo da Empresa Adquirida .....	54
6.3	O estudo do negócio.....	55
6.4	O estudo da junção das empresas .....	56
6.5	A análise dos resultados globais .....	57
<b>7.</b>	<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>60</b>
	<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>63</b>
	<b>APÊNDICES .....</b>	<b>66</b>

### ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1:	Processo de aquisição.....	12
Figura 2:	Geração de processos de financiamento à aquisição .....	31

### ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1:	Indicadores financeiros da empresa B .....	34
Tabela 2:	Previsão dos indicadores financeiros da empresa A+B (com sinergias) .....	36
Tabela 3:	Previsão dos indicadores financeiros da empresa A+B (sem sinergias) .....	37
Tabela 4:	Indicadores financeiros da empresa C.....	39
Tabela 5:	Indicadores financeiros da empresa D.....	40
Tabela 6:	Previsão dos indicadores financeiros da empresa C+D.....	42

### ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1:	Importância dos critérios relativos à empresa adquirente .....	53
Gráfico 2:	Importância dos critérios relativos à empresa adquirida.....	54
Gráfico 3:	Importância dos critérios relativos ao negócio.....	55
Gráfico 4:	Importância dos critérios relativos ao conjunto das empresas (adquirente + adquirida).....	56

### ÍNDICE DE APÊNDICES

Apêndice 1:	Inquérito realizado.....	66
-------------	--------------------------	----



## INTRODUÇÃO

O objectivo principal deste estudo centra-se na necessidade de perceber quais são os critérios de análise do risco de crédito no financiamento à aquisição na actualidade, e assim compreender se existiram mudanças significativas ao longo dos tempos.

Segundo a literatura financeira, as aquisições são uma das alternativas consideradas quando as empresas pensam na expansão e crescimento. No entanto para além deste motivo existem outros, como a subvalorização de uma empresa, a possível existência de sinergias, operacionais e financeiras, que fazem as empresas optar por esta opção. Assim, ao longo dos tempos tem-se assistido a diversas fases de elevada existência de F&A, que são também impulsionadas por factores específicos a cada época.

Para as empresas avançarem para a aquisição de outra empresa, devem seguir alguns passos para que assim, consigam cumprir todo o processo de forma correcta e minuciosa. Uma das fases centrais e mais importantes deste processo é o financiamento. O financiamento da aquisição é uma decisão essencial da perspectiva do adquirente (Palepu & Healy, 2008), sendo que existem diversas fontes de financiamento a que as empresas podem recorrer, entre elas o *cash*, o capital próprio ou o financiamento bancário. É neste último que o presente estudo se vai central, analisando de forma precisa, quais os factores que são analisados pelos bancos na hora de avaliar o risco de crédito do financiamento.

Sendo este uma altura em que existe uma maior restrição ao crédito bancário e em que se aponta como a emergência de uma nova série de elevado número de aquisições é importante estudar a forma como os bancos estudam o financiamento destas operações, e assim compreender como as empresas devem abordar os bancos na hora de tentarem conseguir o financiamento para avançarem com a sua estratégia.

Para conseguir alcançar o objectivo central do relatório de estágio, irão ser estudados dois casos aprovados pelo BST. Com o estudo destes casos irá ser possível listar todos os critérios analisados aquando da avaliação do risco de crédito, para posteriormente, através de um inquérito,



questionar as pessoas especializadas no banco no estudo deste tipo de operações. Assim, será possível, obter a opinião dos especialistas e chegar a conclusões através da resposta das pessoas que melhor conhecem e avaliam estes processos.

A estrutura deste trabalho divide-se em 6 capítulos, sendo todos eles importantes para a compreensão e/ou desenvolvimento do estudo a realizar.

Os capítulos 1 e 2 efectuam o enquadramento do tema, através de uma revisão bibliográfica, onde se pretende uma abordagem em linha com os trabalhos mais importantes sobre o tema.

Assim no capítulo 1 é realizado um contexto ao tema das F&A, desde a definição, às diferentes ondas que se viveram ao longo da história, passando pelo estudo das diferentes motivações de compra ou de venda de empresas e pelo processo de F&A com referência a todos os agentes que intervêm ao longo do processo. Esta parte não termina sem a descrição dos principais motivos para o insucesso destas operações.

No capítulo 2, é abordado o processo de financiamento da aquisição e a análise de risco de crédito feito pelos bancos. Inicia-se assim, com a definição de *acquisition finance*, descrevendo as diversas fontes que uma empresa pode recorrer para financiar a sua operação de aquisição. Posteriormente, irá ser abordado a definição de risco de crédito, percebendo como é realizada a avaliação do risco de crédito no financiamento à aquisição nos bancos, realizando uma abordagem à abordagem histórica desta avaliação.

O capítulo 3 inicia-se com a identificação do problema que levou a este estudo, explicando a metodologia que vai ser seguida para alcançar o objectivo final.

Os 2 capítulos seguintes abordam todo o estudo realizado para alcançar o resultado final. Primeiro, no capítulo 4, é realizada uma abordagem à geração de processos de financiamento à aquisição no banco, passando depois para o estudo de dois casos estudados e aprovados pelo banco. Após o estudo dos casos, no capítulo 5, é realizado uma apresentação do inquérito realizado junto dos intervenientes no processo.

Posteriormente, o capítulo 6 faz uma abordagem aos resultados alcançados com este estudo, fazendo uma comparação com a revisão



bibliográfica estudada, percebendo assim, as conclusões que estão em linha com o descrito nas principais obras sobre o tema, ou que dela divergem.

Por último, é apresentada a conclusão do trabalho em que se constata os principais significados e interesses do estudo realizado, bem como algumas sugestões e limitações, que podem ser estudadas e exploradas no futuro.

Através deste Relatório de Estágio foi possível constatar, que tal como abordado nas principais obras sobre este tema, neste momento o principal critério na avaliação do risco de crédito no financiamento à aquisição é o estudo dos indicadores de geração de *cash flow*, deixando para trás, na escala de importância, a existência de activos que possam servir de colateral, pois é a capacidade de geração, que é capaz de amortizar o financiamento.

Para além dos indicadores de geração, existem outros critérios que são classificados como muito importantes no estudo do risco de crédito, e outros que se encontram no lado oposto, e por isso são menos importantes para a decisão.



## 1. FUSÕES E AQUISIÇÕES

### 1.1 Definição

De acordo com Scott (2003), uma fusão é a combinação de duas ou mais empresas em que a empresa compradora absorve os activos e passivos da empresa vendedora, enquanto uma aquisição é a compra de um activo como uma fábrica, uma unidade produtiva ou a empresa completa.

Alguns dos processos de aquisição de empresas termina com a fusão de ambas as empresas, “sobrevivendo” apenas a empresa compradora: “merger is a narrow (...) that may or may not follow an acquisition” (Reed et al., 2007). No entanto, nem sempre uma aquisição termina com a fusão entre a empresa adquirente e a empresa adquirida.

Estas operações, supostamente, fazem com que as empresas envolvidas consigam um crescimento mais rápido do que se optassem unicamente pelo crescimento orgânico, isto é, expansão conseguida através de projectos de investimentos orgânicos (DePamphilis, 2011). No entanto, segundo diversos autores esta não é a única razão para as empresas optarem por estas operações, tal como se abordará mais à frente.

Segundo uma outra tipologia, as aquisições podem ser horizontais, verticais ou conglomerado. As aquisições horizontais ocorrem quando a empresa adquirida é concorrente do adquirente. Tal como supracitado, neste caso a empresa tem de medir as vantagens de integrar a outra empresa ou de continuar separadas (Reed et al., 2007). Já as aquisições verticais são, conforme DePamphilis (2010), referentes à aquisição de um fornecedor ou um cliente, isto é: a aquisição de uma empresa que se encontra “em diferente fase da cadeia de valor”. Por último, o conglomerado é referente a uma aquisição em que os negócios das empresas são distintos, ou seja: que não são concorrentes nem têm uma relação comprador-vendedor, tal como define Gaughan (2011).

“*In business there is one simple rule: grow or die*” (Sherman & Hart, 2006). As F&A assumem perante esta expressão uma grande importância, pois, segundo os mesmos autores, “quem não cresce, tende a estagnar (...) destruindo valor”. Através destas operações é possível crescer, ganhar



quota de mercado aos concorrentes directos, aumentar/criar lucros e proporcionar retornos para os accionistas.

Uma aquisição classifica-se como tendo “*one company – the buyer – that purchases the assets or shares of the seller, with the form of payment being cash, the securities of the buyer, or other assets of value to the seller*”, (Sherman & Hart, 2006).

## 1.2 Ondas de F&A

O mercado, em termos de quantidade e valor de F&A, depois de dois anos de declínio, voltou em 2010 a crescer. Segundo um estudo da *The Boston Consulting Group*, (Kengelbach & Roos, 2011), as maiores empresas da Europa encontram neste período, um bom período para crescer pela via aquisitiva.

Desde 1890, tem-se verificado em certos períodos de tempo uma elevada actividade de F&A.

A revisão bibliográfica realizada aponta para a existência de 6 ondas na história das F&A nos EUA, no entanto, estudos mais recentes consideram a emergência de uma 7ª onda nos dias actuais.

Segundo DePamphilis (2010), a primeira onda de F&A ocorreu nos anos de 1897 a 1904, tendo o seu principal foco em operações de consolidação horizontais, o que resultou em muitos casos numa situação de mercado quase monopolista. Já a 2ª onda que se iniciou durante a 1ª guerra mundial, teve o *boom* económico provocado pela grande guerra, que proporcionou muito capital, e resultou maioritariamente em fusões verticais.

A 3ª onda, um dos períodos em que maior número de transacções existiu até a entrada no novo milénio, de acordo com Gaughan (2011), foi principalmente impulsionado pelo *boom* da economia que existiu nesse período, sendo que se verificaram sobretudo operações de conglomerado. De acordo com DePamphilis (2011), a 4ª onda de F&A iniciada em 1984, foi essencialmente marcada pela existência de aquisições hostis e LBO's<sup>1</sup>. Esta

---

<sup>1</sup> Segundo Steel (2010), *Leveraged Buy-Out (LBO)* é uma operação em que existe uma elevada “alavancagem”, isto é, a operação é financiada essencialmente por dívida em contrapartida de uma pequena porção de capital próprio.



era, nessa altura, uma forma de crescimento rápido muito apreciada pelas empresas.

Gaughan (2011) refere que a 5ª onda de F&A iniciou-se em 1992 sendo este um período em que as operações eram mais estratégicas, focadas no longo-prazo, o que resultou numa estrutura de financiamento mais distribuído entre capital próprio e endividamento. Três anos volvidos, ocorre a sexta onda, altura em que se verifica um crescimento exponencial dos fundos de capitais de risco.

Apesar de ainda não existir comprovação da existência de uma 7ª onda, existem já muitas “vozes” que apontam o ano de 2011 como o início de um novo período de elevado volume de F&A. Segundo uma conferência realizada na Universidade Católica Portuguesa (2012), a PWC considera o ano de 2011 o princípio de uma nova onda, caracterizada essencialmente pelas operações que envolvam países emergentes. Estes países apresentam-se como boas soluções para as empresas investirem e as aquisições têm sido uma das estratégias utilizadas. No entanto, também se verificam negócios em sentido contrário, isto é, de investimento por parte de empresas dos países emergentes.

De acordo com a KPMG (2011), que aponta 2011 também como o possível início de uma nova onda, estes países emergentes são essencialmente os BRIC. Também o continente africano está a registar um aumento deste tipo de aquisições que tem impulsionado o mercado mundial de F&A.

O ano de 2011 é um possível início da 7ª onda, sendo que o crescimento de actividade iniciou-se em 2010, em que o número de negócios cresceu 19% (Kengelbach & Roos, 2011). De acordo com estes autores, as operações apontam para um regresso às aquisições horizontais, em que os adquirentes estão dispostos a pagar um prémio superior por sinergias futuras. Um dos factores apontados para o reavivar da actividade é a reentrada dos fundos de capitais de risco em “acção”.

Para além destes, existem mais especialistas que apontam o ano de 2011 como o início de uma nova onda de F&A, sendo a sua confirmação aguardada com a actividade que se realizará.



### 1.3 Motivações de Compra e Venda

As F&A podem ser incentivadas e motivadas por certos contextos económicos associados a certos períodos. No entanto, é importante conhecer quais são os principais determinantes das operações de F&A.

Quando se pensa em F&A, surgem inúmeros factores que podem servir como motivo para a vontade de realizar a compra, no entanto, segundo Gaughan (2011), *“one of the most common motives is expansion”*. A escolha por uma aquisição quando a empresa pretende expandir, resulta do facto de ser uma forma mais rápida de crescer do que por crescimento orgânico. De acordo com este autor, a expansão através da aquisição permite um aumento da quota de mercado e consequente criação de valor para a empresa e accionistas.

Esta visão é também defendida por Gammelgaard (1999), afirmando que “muitas empresas acreditam verdadeiramente que se forem grandes o suficiente, podem adquirir uma vantagem competitiva através da construção de uma posição efectiva no mercado, possuindo barreiras contra as ameaças”, considerando mesmo o motivo mais comum para a realização de operações de F&A.

A possível existência de sinergias (“soma de 2 mais 2 igual a 5”), é outro dos principais motivos para a aquisição de uma empresa, (Reed et al., 2007).

De acordo com Terjesen (2011), as potenciais sinergias que motivam as empresas a recorrer a este tipo de crescimento são: a redução de custos fixos, através essencialmente da eliminação de departamentos e operações duplicados; vendas cruzadas, devido à relação de ambas empresas com os seus clientes, podendo uma vender os seus produtos aos clientes da outra; e, economias de escala, quer através do potencial redução de custo unitário quer pelo aumento da quantidade produzida provocar um aumento do poder negocial sobre os fornecedores.

Para além das sinergias operacionais descritas atrás, existem também sinergias financeiras, como constata Pautler (2001), que se evidenciam através da diversificação de lucros e consequente diminuição do risco de crédito, reduzindo assim o custo do capital. Também Gammelgaard (1999) defende a existência de sinergias financeiras, afirmando que segundo



as políticas dos bancos, por vezes, as maiores empresas têm de pagar menos pelos empréstimos, influenciando assim o custo do capital.

A diversificação de produtos ou mercados pode também ser um parâmetro fundamental na tomada de decisão aquando de optar por uma aquisição, segundo Pautler (2001). As aquisições podem permitir a uma empresa actuar no “seu mercado” com produtos novos ou expandir os seus produtos para outros mercados, diversificando assim a origem das suas receitas, o que permite diminuir o risco de bancarrota da empresa.

Gammelgaard (1999) encontra na subvalorização de uma empresa-alvo outro motivo para a aquisição de uma empresa. Segundo o autor, a subvalorização motiva a aquisição porque uma empresa que possua um valor inferior ao seu preço de mercado, pode gerar uma mais-valia futura representada por essa diferença. Esta situação pode acontecer se, por exemplo, existir uma situação de assimetria de informação, em que a empresa adquirente possui informação que o mercado não possui.

Segundo DePamphilis (2010) e Gammelgaard (1999), os interesses pessoais dos gestores são, também, um dos motivos fortes para a existência de aquisições. Isto porque muitas vezes os seus salários estão indexados ao tamanho da empresa, e a aquisição é tal como referido atrás, uma forma rápida de crescimento da empresa e, conseqüentemente crescimento do seu salário. As aquisições em conglomerado são muitas vezes influenciadas por estes factores, pois com este tipo de operação os gestores vêem uma forma de diversificação do risco, reduzindo a probabilidade de falência da empresa e conseqüentemente diminuição do risco de perderem o seu emprego.

Também os motivos fiscais são apontados como um dos fortes motivos para a existência deste tipo de processos, Pautler (2001). A obtenção de créditos fiscais é o principal factor que sustenta esta teoria.

O mesmo autor considera que a busca por uma maior eficiência conjunta é também um dos motivos por detrás destas operações. As empresas, muitas vezes, escolhem como alvos empresas que possuam uma performance operativa pior, com reduzidas margens de libertação, para que através do seu *know-how* consigam melhorar a produtividade da empresa e assim valorizar os activos desta. No entanto, por vezes, acontece o oposto, isto é, uma empresa adquire outra mais eficiente com maiores margens de



libertação, para que possa através da partilha de conhecimentos melhorar a eficiência do conjunto.

Para além dos motivos atrás citados, existem outros também importantes aquando da decisão de adquirir uma empresa, como por exemplo: realinhar a estratégia, melhorar o processo de distribuição, melhorar o departamento de investigação e desenvolvimento, adaptar a mudanças tecnológicas ou a alterações políticas/legais e adquirir características essenciais para a criação/manutenção de uma vantagem competitiva.

Conclui-se assim, que existem inúmeros motivos para optar por uma aquisição, tendo eles que ser apreciados antes de avançar para a operação. Isto porque se existirem desvios significativos em relação ao previsto, a empresa adquirente pode suportar custos enormes. No entanto, também existem diversos motivos para vender o negócio, sendo as operações não só influenciadas pelas motivações de compra como também pelas de venda.

Segundo Bragg (2009), um dos principais factores que leva as empresas a serem vendidas é o facto de estas apresentarem “lucros anémicos”, isto é, apresentarem poucos lucros ou mesmo nenhuns. Esta situação pode também ser a consequência de um ambiente competitivo muito agressivo, factor que também motiva a venda. Um possível adquirente, tem interesse em comprar esta empresa não lucrativa, pois pode, por exemplo, reestruturar as operações, aplicar o seu *know-how*, utilizar clientes partilhados e utilizar a sua tecnologia.

Este último aspecto que a adquirente pode melhorar na empresa adquirida leva a outro factor muito importante. A existência de uma obsolescência tecnológica na empresa, (Bragg, 2009), e a falta de capital para crescer (Sherman & Hart, 2006), apresentam-se como factores que não permitem à empresa acompanhar as tendências e as exigências do mercado, que se encontra cada vez mais competitivo. Continuar no negócio nestas condições irá levar a empresa a não conseguir responder às necessidades dos clientes e consequentemente, *ceteris paribus*, o negócio não se torna viável. Uma empresa com capital ou com a tecnologia já instalada, pode adquirir a empresa obsoleta “por um preço baixo e rapidamente se converter aos novos sistemas”.



O desejo de retirada de uma área de negócio, principalmente quando se refere a um grupo que opera em várias áreas, a falta de sucessores aquando da retirada do principal sócio, quando se refere a uma empresa familiar, são, também, factores que colocam pressão para a venda do negócio (Bragg, 2009).

O mesmo autor considera que a alteração de condições de mercado, quer ao nível de actuação própria ou da concorrência, ou a alteração de condições endógenas da empresa, apresentam-se como factores que impedem a continuação do desenvolvimento da actividade normal e, conseqüentemente, como um motivo para a venda. Estas alterações verificam-se quando por exemplo uma empresa opera num ambiente protegido por uma patente, essa patente está a expirar e a empresa não sabe se tem capacidade para operar nessas condições.

Segundo Turetsky (2003) quando as empresas estão prestes a entrar em falência, a venda da empresa encontra-se por vezes como a única alternativa possível.

Para além de todos estes factores existem ainda outros, como por exemplo, um sistema de distribuição inadequado, a vontade de eliminar parte significativa do pessoal do grupo, conflitos entre os accionistas ou um crescimento estagnado.

Verifica-se assim que apesar de existirem motivos muito fortes para querer adquirir uma empresa, e assim optar por uma estratégia de crescimento e expansão, existem também diversos factores que fazem com que a vontade de vender seja também muito forte. Qualquer que seja o motivo que leva à vontade de vender uma empresa, este pode afectar o valor percebido pelo possível comprador, ou surgir aos olhos deste como uma possível oportunidade única de negócio. Por isso, mesmo que o motivo que leva a um possível adquirente a querer comprar seja muito forte, o vendedor deve gerir muito bem os seus motivos, pois isso poderá afectar o valor e/ou a atractividade percebida por possíveis compradores.



#### 1.4 Intervenientes e Processo de F&A

A aquisição de uma empresa envolve várias fases, em que todas elas merecem uma dedicação profunda por parte das pessoas envolvidas. O conjunto destas fases define-se como processo de aquisição.

Para além das empresas envolvidas e dos seus colaboradores, gestores e accionistas existem outros intervenientes com um papel muito importante em todo o processo.

DePamphilis (2011) defende a existência de um conjunto de especialistas que intervêm de forma directa no processo. Os bancos de investimento que procuram oportunidades de aquisições, iniciam contactos e suportam toda a negociação, avaliação e estruturação do negócio, os advogados e contabilistas, que servem de suporte em todos os aspectos legais e fiscais, os *proxy solicitors*<sup>2</sup> e os relações públicas que garantem toda a comunicação quer com accionistas quer com todas as partes interessadas, para além, de investidores institucionais, bancos, arbitragistas<sup>3</sup> e reguladores.

Já Frankel (2007) considera que para além dos advogados, bancos de investimento, relações públicas, contabilistas, *proxy solicitors* referidos por DePamphilis (2011), existem outros intervenientes no processo como os consultores e auditores, os investidores privados e a imprensa, que podem desempenhar um papel importante em todo o processo.

Todos os intervenientes no processo referidos atrás têm um papel mais ou menos activo ao longo de um processo que tem de ter uma estratégia apropriada e bem desenhada, pois a falha deste requisito é uma das principais razões para as fusões e aquisições não corresponderem às expectativas, DePamphilis (2011).

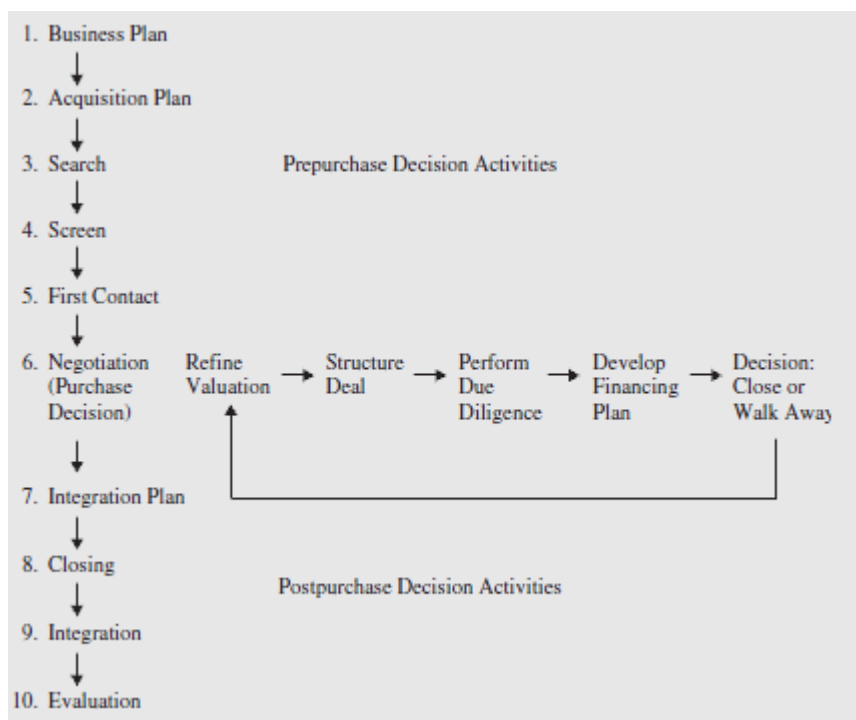
Assim, para a obtenção de bons resultados é essencial que o processo seja planeado correctamente, desde a primeira à última fase, pois este é, provavelmente, a parte mais importante numa operação de aquisição, visto que a execução das diferentes fases afecta os benefícios potenciais da operação.

---

<sup>2</sup> *Proxy solicitors* são pessoas contratadas pela empresa com o objecto de se aproximar e negociar com os próprios accionistas, (DePamphilis, 2011).

<sup>3</sup> Os arbitragistas nas F&A são pessoas que obtêm lucro com a compra de ações antes da operação e depois da operação se realizar, (DePamphilis, 2011).

Apesar de existirem diversos autores que consideram um diferente número de fases, tanto por agruparem algumas delas, ou por não considerarem outras, a minha opção recai sobre o modelo de DePamphilis (2011), que considera a existência de 10 fases inter-relacionadas, como se pode ver na figura 1.



**Figura 1:**

Processo de aquisição

**Fonte:** DePamphilis (2011)

A escolha por este modelo recai pelo facto de o considerar um modelo completo, que engloba todas as principais fases, sem se alargar em demasia. Este processo, pode ser subdividido em duas partes principais: a primeira parte, a de planeamento, que ocorre antes da decisão de adquirir, que é referente às duas primeiras fases; e, a segunda parte, de implementação, que ocorre após a decisão de avançar para a aquisição.

Assim, o processo de aquisição descrito por DePamphilis (2011) reparte-se nas seguintes fases:



### **1ª Fase: Elaboração do Plano de Negócios**

De acordo com uma conferência das Nações Unidas (2002), um plano de negócios é um relatório detalhado sobre toda a empresa, descrevendo seu passado, analisando o presente e prevendo o futuro. A análise é feita ao nível de todo o negócio, desde os produtos, às técnicas de produção, mercado, clientes, estratégia de marketing, requisitos de financiamento e tudo o resto que afecta o dia-a-dia da empresa. No plano de negócios é definida a missão, os objectivos e a estratégia a seguir pela empresa, permitindo assim uma visualização geral do negócio.

O plano de negócios servirá como suporte de todas as fases seguintes, servindo mesmo como plano de comunicação para com os funcionários e com todos os agentes envolvidos, como consultores, bancos, advogados, entre outros.

### **2ª Fase – Elaboração do Plano de Aquisição**

A elaboração do plano de aquisição é uma das partes mais importantes da operação, pois vai servir como base, essencialmente à procura e análise de candidatos, ou seja à 3ª e 4ª fases.

Este plano tem por objectivo definir as características do que se pretende adquirir, coordenando e integrando as tarefas de todas as pessoas envolvidas, tendo uma perspectiva de mais curto prazo do que o plano de negócios.

Em conjunto com o plano de negócios, o plano de aquisição servirá de suporte ao longo de todo o processo.

### **3ª Fase – Procura de Candidatos**

Depois de na elaboração do plano de aquisição ter estabelecido o plano de selecção das empresas, é necessário começar a procurar.

No entanto, para se proceder de forma eficiente à selecção das empresas que podem servir de potenciais alvos, é necessário que estejam especificados quais os critérios que servirão de filtro e os métodos de procura.

Após esta fase, é previsível que a empresa possua uma lista de empresas, que tem de ser reduzida e hierarquizada.



#### **4ª Fase – Análise e Hierarquização dos Candidatos**

Para se proceder à análise e hierarquização dos candidatos, é necessário a elaboração de uma nova lista de critérios, mais apertados, mas com o cuidado para não serem demasiado apertados.

De acordo com o sítio da Midaxo (2012), a melhor forma de refinar a selecção é a definição de uma priorização de critérios, de forma a poder hierarquizar os possíveis candidatos.

Como resultado final desta fase, surge uma empresa que se afigura como alvo preferencial, e um conjunto de empresas devidamente hierarquizadas como alvos secundários.

#### **5ª Fase – Primeiro contacto com o alvo**

Estabelecido qual o principal alvo por parte da empresa que se quer adquirir, é necessário entrar em contacto com o *target*.

O contacto a realizar com o alvo depende do tamanho da empresa, podendo o contacto ser realizado directamente ou através de intermediários. Quando as empresas são de grande dimensão, a confidencialidade do interesse à aquisição é importantíssimo pois isso pode ter impacto no seu valor/attractividade.

Após um primeiro contacto com o alvo, certamente, se existir um mínimo de interesse do alvo, irão haver muitas discordâncias que terão de ser negociadas. No entanto, o primeiro contacto e a primeira impressão, podem ser importantes para o sucesso.

#### **6ª Fase - Negociação**

A 6ª Fase é a fase central do processo de aquisição, sendo nesta altura que se procede ao *due dilligence*<sup>4</sup>, à estruturação da operação e ao plano de financiamento.

Antes de avançar para a negociação com a empresa alvo, o comprador tem de ter definido no plano de aquisição qual a estratégia a seguir e qual o montante máximo que está disposto a desembolsar para a operação. É preciso atender ao facto de, segundo o sítio da Midaxo (2012),

---

<sup>4</sup> “Todas as actividades relativas à obtenção, verificação, processamento, análise e documentação da informação relativa à empresa alvo” (Ernst & Häcker, 2012)



os custos da operação não são apenas o valor da compra, mas também os custos de financiamento e os custos de integração.

A realização do *due diligence* e a partilha de informações entre as empresas permite uma avaliação mais refinada e detalhada. Esta avaliação em conjunto com a estruturação da operação, para definir alguns aspectos económicos e legais, como, por exemplo, a forma de aquisição e a modalidade de pagamento e, a elaboração do plano de financiamento para definir quais as fontes e instrumentos de financiamento, irão levar a uma nova renegociação entre as partes. Esta é uma altura decisiva em que se decide se se continua com o processo ou se desiste por incompatibilidade de vontades.

Sendo esta a parte central do processo de aquisição de uma empresa, é também esta a parte que mais tempo e recursos consome, sendo necessário um planeamento e uma execução eficazes.

### **7ª Fase – Plano de Integração**

Caso o culminar da fase anterior encerre com a continuação do processo e não com a desistência de avançar, é necessário que seja ultimado o plano de integração.

Depois de um primeiro plano de integração elaborado com o plano de aquisição, é necessário reestruturar esse plano de acordo com as vicissitudes da empresa alvo. A integração irá ser uma parte essencial do sucesso da operação e, por isso, convém que o plano seja desenvolvido com o máximo cuidado, envolvendo todos os pormenores essenciais.

### **8ª Fase – Fecho do Acordo**

Após todas as condições estarem definidas é altura de fechar o acordo.

Para tal acontecer, é preciso obter a aprovação final de todos os agentes necessários, como dos accionistas e das entidades reguladores, por exemplo. São também definidas todos os direitos e obrigações das partes, que terão de ser cumpridas integralmente.



Com isto, o acordo está concluído e a transferência de propriedade concluída, no entanto, o processo de aquisição ainda não está concluído, restando ainda duas fases.

### **9ª Fase – Integração**

A fase da integração, tal como definido atrás, trata-se possivelmente de uma das partes com maior influência no sucesso ou não da operação de aquisição. Neste momento a operação já está realizada, no entanto, o sucesso da mesma ainda não está garantido.

É nesta fase que se procede à implementação do plano de integração ultimado anteriormente. É necessário gerir as culturas organizacionais das empresas, os compromissos da nova empresa, as relações desta com terceiros, o início de projectos comuns entre muitos outros aspectos importantes.

### **10ª Fase – Avaliação**

A última fase do processo de aquisição de uma empresa já tem influência na conclusão do negócio ou do sucesso da mesma, mas é importante, pois é através dela que se verifica se são alcançados os objectivos definidos.

A comparação deve ser feita de forma realista e com os indicadores previamente definidos para perceber o que correu bem e assim ser possível aprender com os erros, para não os cometer em futuras operações.

O mesmo autor defende que uma integração de sucesso requer um plano bem definido, uma equipa com as linhas de orientação bem definidas e um conjunto de acções essenciais, como a selecção de pessoal, o controlo de processos, entre outros.

A conclusão deste processo, tal como definido atrás, permite às empresas aprenderem com a sua própria experiência, e assim aumentar a probabilidade de sucesso em futuras operações.



### 1.5 Principais motivos para o insucesso das Fusões e Aquisições

Até agora refere-se a importância de determinados factores para que as operações sejam um sucesso, no entanto, é importante conhecer quais os principais problemas que levam a que estas operações não alcancem o sucesso que se pretende.

Na realidade, os gestores de empresas adquirentes consideram que apenas 56% das suas aquisições foram consideradas um sucesso quando comparadas com os objectivos iniciais, (Carwright & Schoenberg, 2006).

O sucesso de uma operação de aquisição não é tão certa como se poderia pensar e, de acordo com Siegenthaler (2010), os principais factores que levam a que tal se verifique são: a falta de preparação antes do dia de integração por parte de empresa compradora, falhas no *due diligence* efectuado, falta de comunicação com os funcionários, falta de coragem para tomar decisões chave para a integração total, fraco plano de integração e liderança fraca, entre outros.

Já Salame (2006) considera que os principais motivos para as fusões não corresponderem aos objectivos iniciais prende-se com as possíveis falhas de comunicação, formação e interacção dos recursos humanos, a perda de pessoas chave, colaboradores talentosos e/ou clientes, o possível conflito de culturas entre as empresas fundidas e, tal como também defende DePamphilis (2011), o inadequado planeamento.

A preocupação em demasia pela busca de sinergias, deixando de se concentrar na evolução das receitas é também apontado como um motivo para as F&A falharem (Bekier et al., 2001). Os autores afirmam que a crença que as fusões conduzem ao crescimento das vendas pode ser um mito.

Estes aspectos devem ser superados para que seja possível que a operação se realize com sucesso. Se o adquirente seguir todos os passos descritos no ponto anterior, referentes ao processo de aquisição, estes condicionalismos podem ser evitados, e com isso aumentar a probabilidade de não enfrentar problemas.



## 2. FINANCIAMENTO À AQUISIÇÃO E A ANÁLISE DO RISCO DE CRÉDITO

### 2.1 *Acquisition Finance*

Após compreender toda a envolvência que rodeia o processo de F&A, de perceber como se desenrola o processo de aquisição, de abordar quais os principais factores que afectam quer positiva quer negativamente as aquisições, este capítulo irá centrar-se numa das fases, possivelmente, mais importantes da aquisição, o financiamento da aquisição.

Segundo o sítio [acquisitionfinance.org](http://acquisitionfinance.org) (2012), *acquisition finance* é o tipo de financiamento específico para uma entidade adquirir ou se fundir com outra entidade ou conjunto de entidades. Por outras palavras, é o capital necessário para uma empresa obter o controlo de outra, quer seja por compra ou troca de ações, ou através de qualquer combinação.

O financiamento da aquisição é uma decisão essencial da perspectiva do adquirente (Palepu & Healy, 2008). As empresas escolhem entre endividamento, *cash* e/ou financiamento por capital próprio de forma a balancear as vantagens e desvantagens dos diferentes tipos de financiamento.

O processo de financiamento pode ser um processo instantâneo, quando o adquirente tem capital suficiente para financiar a operação, ou um processo que pode durar semanas ou meses se a empresa adquirente tiver necessidade de recorrer ao mercado financeiro ou mercado de capitais, (Rosenbaum & Pearl, 2009).

É assim necessário colocar a seguinte questão: “Como vai ser financiada a operação?” (Sherman & Hart, 2006).

Embora uma aquisição esteja associada à criação de valor económico, esta pode destruir valor para os accionistas se não tiver um financiamento adequado, desde a emissão de novas acções, passando pela utilização de excesso de liquidez, à emissão de nova dívida bancária, (Palepu & Healy, 2008). No entanto, a escolha está associada a três factores: a forma como o financiamento afecta a estrutura de capital da empresa adquirente, a forma como o financiamento tem impacto no controlo



da empresa e os efeitos informativos associados às diferentes formas de financiamento.

Numa análise mais genérica, pode descrever-se as fontes de financiamento de dois tipos: capitais próprios e capitais alheios. O financiamento por capitais alheios tem associado um menor risco para o investidor porque o financiamento por capitais alheios está contratualmente definido e tem associado uma remuneração fixa, ao contrário dos capitais próprios que têm direitos residuais, (Grossman & Leslie, 2009). Para além de que em caso de problemas financeiros, as fontes de capitais alheios têm preferência na reposição do capital investido.

No entanto, existem inúmeras opções para financiar a transacção, desde o financiamento com recurso exclusivamente a capitais próprios ao financiamento com recurso exclusivo ao endividamento, passando por fontes de financiamento que combinam atributos dos capitais próprios e endividamento, (Sherman & Hart, 2006; Reed et al., 2007).

Existem três questões essenciais a colocar antes de optar pela melhor forma de financiar a aquisição: o montante ideal de dívida, a estrutura de dívida ideal para o futuro da empresa e qual o custo dos capitais envolvidos, (Sherman & Hart, 2006). No entanto, os montantes ideais podem não estar de acordo com o que o mercado de capitais está disposto a “oferecer” para a conclusão da transacção, nem ao custo previsto.

A saúde financeira quer da empresa adquirente, quer da adquirida, também pode influenciar a opção de financiamento, tal como irá ser abordado adiante. Contudo, antes de começar a definir qual a solução óptima, é necessário conhecer as alternativas para assim escolher a melhor para cada situação.

Assim, as alternativas mais comuns neste tipo de operação são o recurso a *cash*, recurso a capital próprio, o empréstimo por parte do vendedor, outros endividamentos e capital híbrido.

### **2.1.1 Cash**

Primeiro tem-se o financiamento através dos capitais da empresa, que é o único financiamento proveniente da própria empresa. De acordo com Depamphilis (2010), o recurso às disponibilidades próprias é uma das fontes



mais simples e mais comuns neste tipo de operações. Estas resultam dos fundos provenientes da actividade da empresa e a sua utilização permite controlar a estrutura de capitais da empresa, (Depamphilis, 2010).

Estes capitais, apenas têm subjacente um custo de oportunidade e permitem que a empresa não fique tão dependente de terceiros, sendo por isso uma das formas mais utilizadas.

### **2.1.2 Capital Próprio**

Segundo Bossert (2008), o financiamento por capital próprio é um financiamento de longo prazo, em que não existe data definida para o retorno do capital investido. Quanto maior o recurso a capital próprio, menor o risco financeiro que a empresa adquirente suporta.

O financiamento por recurso a capital próprio pode basear-se em instrumentos de financiamento que podem ser essenciais e por vezes imprescindíveis para o sucesso da operação.

Primeiro o financiamento por parte dos actuais accionistas. O investimento por parte dos actuais detentores das acções é visto por eles como uma forma de potenciar o futuro das empresas e assim conseguir num futuro retornos superiores em forma de dividendos, (DePamphilis, 2011). O risco para os accionistas em investir na empresa é mais elevado quando comparado com um endividamento externo, no entanto também exigem maiores taxas de retorno. O investimento dos actuais accionistas permite que estes continuem a deter o controlo da empresa.

Segundo, o aumento do capital financeiro através da entrada de investidores externos à empresa. Estes investidores podem ser investidores com vontade de integrar a estrutura accionista da empresa e adquirir um potencial de domínio da empresa, ou empresas de capital de risco que estão interessadas em adquirir participações em empresas, para através do investimento melhorar a sua performance operacional e assim aumentar os retornos. Este investimento é normalmente de médio a longo prazo, pois estas empresas ao fim de alguns anos, normalmente definidos à partida, têm interesse em vender a sua participação na empresa.

O financiamento por recurso a capital próprio é normalmente um financiamento de médio e longo prazo, estando subjacente um maior retorno



devido ao maior risco assumido, resultado do facto de os reembolsos dependerem dos resultados e não serem prestações periódicas obrigatórias.

O recurso intensivo a este tipo de financiamento favorece a empresa em termos de autonomia financeira, e pode também ser uma condição necessário para recorrer ao financiamento de capitais alheios.

### **2.1.3 Seller financing**

O financiamento da operação através de um empréstimo por parte do vendedor é uma fonte muito utilizada, principalmente em operações de menor dimensão, (Sherman & Hart, 2006).

Já DePamphilis (2011) vai mais longe, e considera mesmo este tipo de financiamento como o mais importante, pois, por vezes, a abertura para emprestar dinheiro para a compra do próprio negócio é a única forma de eliminar a distância que existe entre o que o vendedor pretende e o que o comprador consegue, ou está disposto a pagar. Com isto, verifica-se que, por vezes, é o vendedor o principal interessado neste tipo de financiamento.

Este é um tipo de financiamento externo à empresa, mas que é muito mais simples do que os outros financiamentos externos, pois os critérios de análise das empresas que concedem os empréstimos são muito mais simples do que os utilizados pelos bancos. A grande vantagem para o tomador do empréstimo, prende-se pela maior facilidade de conseguir crédito e pela, mais que provável taxa de juro reduzida e prazo alargado, (Sherman e Hart, 2006). Já DePamphilis (2010), defende que uma grande vantagem para o adquirente é o facto de transferir parte do risco operacional para o vendedor.

Para além do referido, se a empresa vendedora está disposta a emprestar para outra empresa adquirir o seu negócio, é porque acredita que o negócio é capaz de gerar capital suficiente para pagar. Logo, é mais um “selo de qualidade” de quem realmente conhece a empresa, (DePamphilis, 2011).

No entanto, por vezes, quando a empresa tem realmente interesse em vender, esta pode sentir-se “forçada” a conceder este tipo de financiamento, se a compradora não conseguir arranjar outra fonte de capital.



Conclui-se, assim, que a empréstimo por parte do vendedor é uma forma de financiamento relativamente mais barata, com prazos mais alargados e mais fácil de conseguir do que o financiamento bancário, para além de que à partida, a disponibilidade da empresa em emprestar traduz a confiança da empresa vendedora no negócio que está a vender.

#### **2.1.4 Outros Endividamentos**

Por último, o recurso ao endividamento bancário tornou-se muito popular devido a possuir custos administrativos mais baixos, mas segundo o sítio da consultora Alberta Business Sales, Inc, as empresas para conseguirem recorrer a este tipo de financiamento têm de possuir elevada capacidade financeira, pois mais de 80% dos pedidos de financiamento para aquisições são rejeitados.

Apesar de existirem variadas formas de financiamento bancário, o empréstimo bancário tradicional por sindicato bancário é a principal fonte de financiamento para empresas que pretendem crescer, incluindo o financiamento às aquisições, (Sherman & Hart, 2006).

O empréstimo bancário, tal como o empréstimo por parte do vendedor, trata-se de uma fonte de financiamento alheio e por isso possui uma taxa de retorno mais baixa, mas com reembolsos pré-estabelecidos e direitos prioritários sobre os activos da empresa em caso de liquidação.

Tal como se irá ver posteriormente, os empréstimos bancários dependem muito da capacidade de financiamento que os bancos possuem e de outros factores que são exógenos às empresas, como o ambiente económico dos países. Por isso, o interesse em financiar este tipo de operações nem sempre é igual, no entanto, todos os bons negócios são aproveitados pelos bancos, desde que se cumpra o seu principal objectivo, que é de ser totalmente reembolsado pelo crédito concedido.

Segundo DePamphilis (2011) e Sherman e Hart (2006), este tipo de empréstimos normalmente é associado quer aos activos da empresa quer à sua capacidade futura de gerar fluxos de caixa.

No entanto, este tipo de financiamento em concreto, e a forma como a sua concessão é analisada pelos bancos, vai ser alvo de um estudo mais focado e especializado mais à frente.



### **2.1.5 Capital Híbrido**

Para além destas quatro opções mais usuais, existe toda uma variedade de recurso a capitais alheios, como por exemplo empréstimos obrigacionistas ou *leasing*, bem como um conjunto de capitais híbridos, como prestações suplementares, acções preferenciais, *warrants*, entre outros, que combinam características de capitais próprios e capitais alheios. Contudo para o presente estudo a caracterização individual de todas as fontes de financiamento não é pragmática nem relevante.

Conclui-se assim, que o processo de financiamento é uma parte necessária para o sucesso da operação, sendo por isso, de especial importância o seu estudo.

## **2.2 Risco de Crédito**

Neste subcapítulo, o estudo irá centrar-se sobre o financiamento à aquisição através de capital alheio, mais concretamente através do endividamento do tipo bancário.

De acordo com Rouse (2002) existem vários tipos de risco que afectam os bancos quando efectuam empréstimos bancários, nomeadamente: risco operacional, risco taxa de câmbio, risco taxa de juro, risco de mercado, risco do país, risco ambiental e risco de crédito. Apesar de todos eles serem importantes e terem de ser geridos, o autor afirma que o mais importante para os bancos, nos empréstimos, é o risco de crédito, pois é a perda dos créditos que mais prejudica os bancos, no entanto considera também que todos os outros riscos podem comprometer a capacidade de pagar o crédito concedido.

Já Coyle (2002) considera que, aquando da concessão de crédito bancário, os bancos deparam-se com 3 riscos principais, o risco de crédito, o risco de liquidez e o risco taxa de juro. No entanto, enfoca o risco de crédito como o principal centro das atenções aquando da análise de concessão, isto porque o principal objectivo dos bancos é que o tomador do empréstimo tenha capacidade de pagar o valor emprestado e os juros devidos nos prazos estabelecidos.

Horcher (2005) refere que o risco de crédito existe porque quando uma obrigação financeira não pode ou não é cumprida, o resultado é uma



perda. A mesma perspectiva têm Graham & Coyle (2000) que definem risco de crédito como as perdas potenciais dos mutuários recusarem ou não terem capacidade de pagar o montante total emprestado no tempo devido.

Segundo Demerjian (2007), “a probabilidade de o tomador de empréstimo falhar com os pagamentos das amortizações de capital ou de juros” tem um papel importante na concessão do crédito. Por isso mesmo, os bancos estimam o “risco de crédito presente em toda a vida do empréstimo”, isto porque o risco de crédito dura até à maturidade do empréstimo, (Graham, 2000).

O valor do risco de crédito é o valor que pode não ser recuperado em caso de incumprimento, sendo o valor máximo o total do empréstimo acrescido do montante de juros, (Graham, 2000).

Concluindo, Demerjian (2007) refere que com o objectivo de evitar entrar em situações de incumprimento os bancos realizam “uma avaliação consistente” em cada decisão de crédito que enfrentam para assim conseguirem minimizar a exposição ao risco de crédito.

### **2.3 A avaliação do risco de crédito no financiamento a aquisições**

“A análise de risco do crédito e o controle do crédito concedido pelos bancos apresentam-se vitais para a actividade bancária” (Costa, 2001). O mesmo autor considera que a actividade de avaliação do risco de crédito tornou-se mais importante e decisiva, devido à competição cada vez mais feroz, que levou os bancos a tomarem atitudes mais agressivas, o que expôs as suas carteiras de crédito a grandes acréscimos de risco de crédito.

Graham (2000) tem a mesma perspectiva, considerando a avaliação do risco de crédito importante para a tomada de decisão sobre se concede ou não crédito. Tanto Sherman & Hart (2006) como Fekkes em Brown (2011), referem que os critérios de avaliação do risco de crédito no financiamento a aquisições estão em mudança. Como se vai verificar tem-se assistido a uma avaliação mais aprofundada, sendo que Michael Fekkes indica, assiste-se também a uma restrição do crédito a conceder.

Nos anos 80 os activos que poderiam servir de colaterais eram a principal razão na avaliação do crédito a aquisições, (Sherman & Hart, 2006). No entanto, de acordo com Shea (1999), os critérios obrigatórios de



análise pelos bancos, aquando do financiamento a aquisições, são a apresentação de demonstrações financeiras auditadas quer da empresa adquirente quer da adquirida, para uma análise histórica, um plano de negócios conjunto ou consolidado, uma previsão dos fluxos a gerar no futuro, a avaliação dos activos de ambas as empresas e outros aspectos como características da gestão da empresa, matérias-primas utilizadas na produção, tecnologia instalada e propriedades da empresa.

Shea (1999) considera que existe sempre uma avaliação conjunta da análise dos fluxos de caixa e dos activos da empresa, no entanto o principal critério é a previsão dos fluxos disponíveis para pagar a dívida, pois é com este que a empresa adquirente irá pagar o empréstimo.

Mais recentemente existe uma preocupação mais abrangente de todos os envolventes no negócio. Assim, a avaliação do risco de crédito, parte de uma análise histórica da empresa, desde a parte financeira à história da evolução da empresa, principais clientes e fornecedores, ao conhecimento do mercado onde as empresas actuam, conhecendo as quotas de mercado, as vantagens competitivas, entre outros, a ganhos da operação, através de sinergias ou vantagens por ganhos de quota de mercado, (Sherman & Hart, 2006).

.Segundo os mesmos autores, também os activos que podem servir de colaterais são analisados, no entanto, a principal análise recai nas previsões futuras de fluxos de caixa, e conseqüentemente, nas previsões de pagamento do capital disponibilizado para a operação.

Demerjian (2007) tem a mesma opinião, considerando que o principal destaque recai na actividade operacional, pois é através do dinheiro gerado que a dívida vai ser paga.

Segundo Gaughan (2011), mais recentemente o principal aspecto na análise por parte dos bancos continua a ser a previsão dos fluxos de caixa que as empresas, adquirida e adquirente, irão gerar. Também a compreensão da evolução previsível do mercado, da estabilidade e experiência dos gestores, da possível existência de sinergias, da capacidade de reduzir os custos e da actual existência de dívidas são analisadas.



Conclui-se, assim, que ao longo dos anos tem existido uma alteração constante dos critérios de avaliação do risco de crédito no financiamento a aquisições, partindo de uma análise simplista aos activos que poderiam servir de colateral, a uma análise profunda de variados factores que intervêm de forma diferente no processo.



### 3. O PROBLEMA E A METODOLOGIA DE ESTUDO

#### 3.1 Problema

Efectuado o enquadramento teórico do presente trabalho, e a partir da revisão bibliográfica, verifica-se que as aquisições são uma importante e usual forma de crescimento das empresas. No entanto, para as aquisições serem consideradas como um sucesso relativamente aos objectivos iniciais é preciso seguir um conjunto de passos, (DePamphilis, 2011).

Tal como a revisão bibliográfica demonstrou, o financiamento da aquisição é uma fase muito importante e que necessita de uma análise precisa para que se consiga alcançar a estrutura de capital óptima para a empresa. O financiamento à aquisição pode ser obtido através de *cash*, capital próprio, empréstimo por parte do vendedor, outros endividamentos e/ou capital híbrido.

Um dos financiamentos mais utilizados é o financiamento bancário, (Sherman & Hart, 2006). Contudo, alguma evidência factual mostra que a maioria dos pedidos de crédito para a aquisição de empresas é rejeitado pelos bancos devido ao seu risco de crédito, (Brown, 2011). Como visto na análise bibliográfica, tem existido, ao longo dos tempos, uma alteração nos critérios de avaliação do crédito bancário para o financiamento das aquisições.

Segundo o Banco de Portugal no Relatório de Estabilidade Económica de 2011, em 2011 verificou-se uma redução dos empréstimos concedidos e um aumento das restrições a conceder financiamento.

No entanto, apesar de este ser um período de contracção da actividade económica e de diminuição do crédito bancário, existem já vários autores que encontram em 2011 o início de uma nova onda de fusões e aquisições, (Kengelbach & Roos, 2011).

A esta actividade anormal de F&A estará associada provavelmente uma maior procura do crédito bancário para o financiamento das operações, no entanto, este encontra-se, neste momento, mais restrito e de difícil obtenção.

Quando uma empresa procura um financiamento à aquisição, e devido, normalmente ao montante elevado da operação, ela tem de preparar



um conjunto de informação sobre o processo que normalmente não é visto com tanta importância por parte da empresa, mas que é considerado fundamental pelo banco.

Sendo este um momento em que, de acordo com Brown (2011) muitos bancos modificaram os seus critérios de avaliação dos empréstimos, aumentaram a sua restrição ao crédito bancário e diminuíram o capital disponível para as empresas é importante conhecer quais são estes novos critérios e perceber se a análise dos fluxos futuros é o único principal critério na análise do risco de crédito, para que assim as empresas quando procuram o financiamento estejam melhor preparadas e em melhores condições de verem a sua proposta aprovada.

Assim, este trabalho propõe uma reflexão sobre o processo de análise de risco de crédito por parte dos bancos no financiamento à aquisição e também uma estruturação de quais são os critérios avaliados e a sua importância para a avaliação final do crédito bancário. Com este trabalho vai ser possível fornecer uma visão de como os bancos analisam o crédito nestas oportunidades de crescimento para as empresas, e assim ajudar as empresas a perceber qual a melhor forma de abordarem os bancos para conseguirem o financiamento necessário para continuarem a sua estratégia.

### **3.2 Metodologia de Estudo**

Tal como descrito atrás, pretende-se analisar qual a avaliação de risco de crédito realizada aquando de uma operação de financiamento à aquisição, por parte dos bancos, no actual contexto de concessão de crédito e de evolução da actividade de fusões e aquisições.

Assim, por forma a melhor compreender o mecanismo de avaliação destas propostas de financiamento, irá ser feito um estudo tendo em conta todo o processo do BST.

Primeiramente, irá ser realizada uma breve abordagem ao processo de geração de processos de financiamento à aquisição, e compreender todos os passos e intervenientes no processo, para que seja possível enquadrar o estudo que se vai realizar.

Depois de conhecer quais os intervenientes no processo, irá ser realizado o estudo de dois casos aprovados pelo banco, de forma a perceber



quais os critérios que são analisados na avaliação do risco de crédito. Nesta fase será também possível começar a perceber quais os critérios mais importantes na análise. Segundo Bryman (2008), um *case-study* é um projecto de pesquisa que envolve o estudo detalhado de um único caso. Contudo, o mesmo autor, considera que podem ser analisados detalhadamente 2 ou 3 casos se se pretender uma análise comparativa. Sendo o objectivo do estudo dos casos retirar os critérios que são analisados no financiamento a aquisições, o estudo dos 2 casos irá permitir comparar os critérios analisados em diferentes situações e assim permitir listar todos os parâmetros.

Complementando os critérios analisados nos casos com critérios observados em outros casos reais analisados durante o Estágio, será realizado um inquérito que irá fornecer informações sobre quais os critérios mais importantes, na avaliação do risco de crédito. As pessoas inquiridas estão todas envolvidas em processos de F&A, pois, apesar de a amostra do estudo se tornar mais reduzida, só assim será possível obter uma opinião das pessoas com melhor conhecimento sobre um tema com especificidades próprias.

Apesar de a metodologia adoptada ser limitada pelo facto de o número de participantes no inquérito ser reduzida, esta foi considerada a melhor solução, pelos benefícios para o estudo que o facto de apenas inquirir pessoas envolvidas no processo pode trazer, não distorcendo, assim, os resultados com opiniões que não tenham um conhecimento concreto sobre o tema.

Com a realização do estudo dos casos e do inquérito espera-se encontrar uma solução e assim conhecer quais os indicadores mais importantes na avaliação de risco de crédito no financiamento a aquisições.



## 4. ESTUDO DE CASOS

A próxima fase do estudo é essencial para conseguir alcançar o objectivo final do trabalho, que é a identificação dos critérios mais importantes na avaliação do risco de crédito no financiamento a aquisições, irão ser estudados dois casos concretos.

Antes de avançar para os casos, é importante conhecer como são gerados os processos de financiamento à aquisição.

### 4.1 Geração de Financiamentos à Aquisição

A geração de negócios de financiamento a aquisições no BST segue geralmente 7 fases, que se pode subdividir em 3 etapas essenciais, identificadas na figura 2.

A 1ª etapa engloba as duas primeiras fases e relaciona-se com a captação da oportunidade de financiamento. A maioria das oportunidades de financiamento a aquisições tem origem no dia-a-dia dos gestores comerciais (1) ou através do contacto directo entre os administradores das empresas e a área de financiamentos estruturados e F&A (2). Os gestores comerciais são os responsáveis pelo acompanhamento das empresas, tratando de gerir as suas obrigações e estar atento às suas necessidades. Como são as pessoas do banco mais próximas das empresas, por vezes são eles que detectam quando uma empresa está interessada em adquirir outra. No entanto, por vezes, são os próprios directores financeiros ou administradores que se dirigem directamente à área de financiamentos estruturados e F&A.

Após esta fase, entra-se na 2ª etapa, a preparação. A área de financiamentos e estruturados e F&A (3) é a responsável por desenvolver todo o processo de financiamento, começando por estabelecer contacto com a empresa que pretende adquirir, de forma a averiguar as suas intenções. Depois é necessária a preparação de uma proposta que engloba a caracterização da empresa a adquirir, da empresa adquirente, dos seus mercados, da estruturação de negócio e a previsão futura após aquisição.

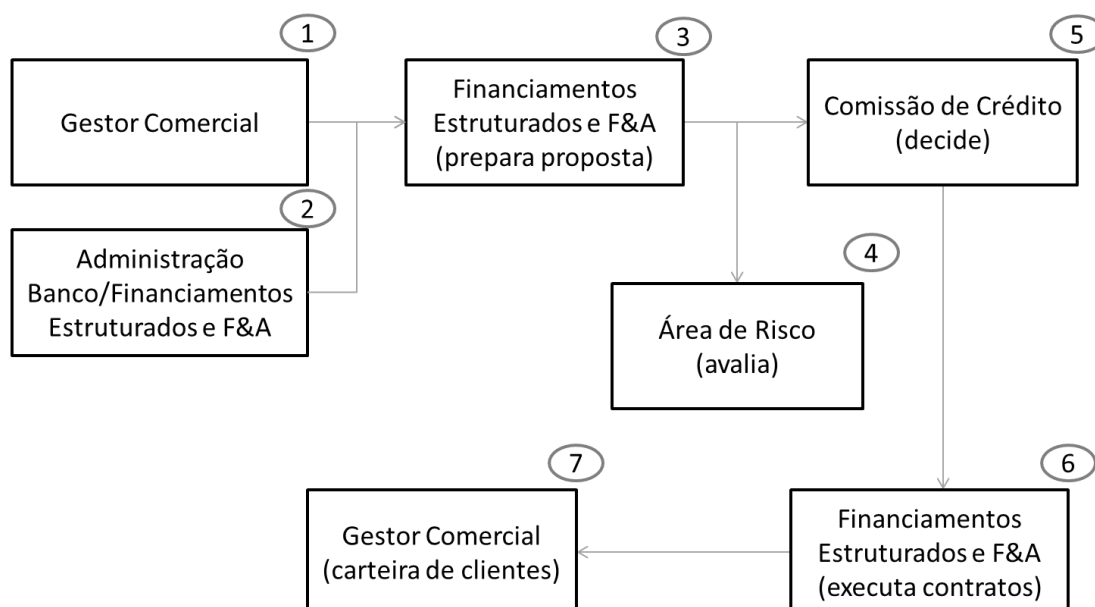
Esta proposta envolve, também, a elaboração de um modelo financeiro, com a colaboração da empresa envolvida, de forma a perceber

qual é a previsão para a evolução financeira. Para além deste modelo, são explorados um conjunto de aspectos referidos no inquérito desenvolvido.

Quando a proposta de financiamento se encontra elaborada, esta é levada à área de risco de crédito (4) que avalia a possibilidade de a empresa entrar em incumprimento. Se a avaliação da área de risco for favorável, a proposta vai a comissão de crédito (5), onde é decidido se o banco está interessado em financiar a aquisição, ou se não pretende entrar no negócio.

Após ser aprovada pela comissão de crédito, entra-se na 3ª e última etapa, onde a proposta é encaminhada novamente para a área de financiamentos estruturados e F&A (6), que em conjunto com os advogados vai preparar os contratos normais neste tipo de negócios. Para além disso, a esta área é também, responsável pela negociação final com o cliente, ultimando todos os pormenores, inclusivamente o *pricing*. Nesta fase é ainda necessário articular todas as questões jurídicas e fiscais.

Esta fase só termina quando todos os contratos estão assinados, passando neste momento de volta à carteira de clientes do gestor comercial (6), que é responsável por fazer o acompanhamento do cliente e assegurar que o cliente está a cumprir com as suas obrigações.



**Figura 2:**

Geração de processos de financiamento à aquisição

**Fonte:** Elaboração própria



## 4.2 Casos

Os casos em questão que vão ser alvo de análise, são casos que foram estudados pelo banco e que foram aprovados pela comissão de crédito. Assim, conseguir-se-á identificar quais os factores que são analisados nestes processos. Estes estruturam-se em 4 partes: o estudo da empresa adquirente, o estudo da empresa adquirida, as características do negócio e o resultado da empresa adquirente com a empresa adquirida.

### 4.2.1 Financiamento à aquisição da empresa B

A empresa A, adquirente, é uma sociedade estrangeira de produção industrial e de distribuição, fundada no início do século passado, sendo detida a 100% por uma única família. Encontra-se fortemente internacionalizada, gerindo unidades industriais e representações comerciais em vários países do mundo, entre eles uma subsidiária portuguesa (empresa A - Portugal).

Produz vários tipos de produtos, possuindo 3 marcas próprias, inserindo-se num segmento de maior valor acrescentado quer por via do *design*, quer pelo perfil técnico das suas aplicações.

A empresa A assenta numa estratégia de criar a médio prazo um grupo líder no mercado europeu, tendo vindo a crescer por via aquisitiva, apresentando um historial, em operações anteriores positivo. Estas operações caracterizam-se por um reposicionamento de marcas e integrando a produção nas organizações das sociedades adquiridas, beneficiando de utilizações mais extensivas das capacidades instaladas.

O mercado europeu é bastante disperso, sendo dominado por grandes produtores industriais do norte da europa, com produtos de carácter generalista. No entanto, tem-se assistido a movimentos de consolidação.

Por último, realça-se o facto de a empresa B, adquirida, ser um dos principais fornecedores da empresa A.



Nesta primeira parte, percebe-se a importância de vários critérios na análise do negócio: o negócio da empresa, a sua história, a estrutura corporativa, as unidades produtivas, a análise do sector, a experiência aquisitiva anterior, a estratégia da empresa e a relação com a empresa B.

A empresa B é um grupo dedicado à produção industrial do mesmo tipo de produtos, fundado nos anos 70. O grupo é constituído por 3 empresas (empresa B1, empresa B2 e empresa B3), sendo que a empresa B3 será encerrada após conclusão do processo de aquisição.

É detida por 3 famílias, em igual percentagem, sendo cliente do Banco com *rating* “X” em Julho de 2011. De realçar que detém 3 instalações industriais, garantindo assim que a operação seja parcialmente colateralizada pelos seus activos imobiliários.

Na tabela 1 apresentam-se os principais indicadores financeiros da empresa B1+ empresa B2, pois apenas estas vão continuar em operação após a aquisição. Sendo o ano 0, o ano da operação, no ano -3 existiu um negócio extraordinário que impulsionou as vendas, e representando por isso no ano -2 uma queda das vendas.

Apresenta uma facturação na ordem dos 19 milhões de euros, dos quais 35% representam exportações para a França e Benelux, possuindo um quadro de pessoal com 230 trabalhadores orientado para a execução de projectos técnicos geradores de margens de EBITDA bastante acima da média do sector. As margens de libertação são expressivas, sendo suficientes para os encargos da empresa, e que em 2 anos cobrem a totalidade da dívida. Empresa bem capitalizada, com uma autonomia financeira a rondar os 50%.



Milhões EUR	Ano -2	Ano -1
Vendas	20	19
EBITDA	4	4
EBIT	2	2
Enc. Financeiros	1	0
Resultado Líquido	1	1
Activo	20	19
Net Debt	6	6
Equity	9	9
Margem EBITDA	18%	19%
Debt / EBITDA	1,7x	1,6x
EBITDA / Enc. Financ.	6,6x	20,5x

**Tabela 1:**

Indicadores financeiros da empresa B

**Fonte:** Banco Santander Totta

Após a apresentação da análise à empresa adquirida, já se podem retirar outros critérios de análise aos processos de financiamento à aquisição. Assim, para além dos critérios referidos na 1ª parte destacam-se: os imóveis que podem servir de colateral, a existência de exportações e resultados extraordinários, o facto de a empresa ser cliente anterior, o *rating* anterior atribuído pelo banco e uma análise económico-financeira assente em indicadores de balanço/solvência, geração e cobertura de dívida.

Relativamente ao negócio, trata-se de uma operação com uma estrutura de financiamento assente numa componente de capital próprio maioritário, com um D:E (*Debt:Equity*) de 43:57.

O montante total, necessário no momento da operação, ascende a cerca de 20 milhões de euros, sendo, o montante do empréstimo a rondar os 10 milhões de euros, estando o banco representado em 50% do montante, com um prazo de 6 anos.

Os valores referidos foram negociados e fechados entre as partes e não se antecipam necessidades de investimento adicionais. A aquisição da empresa B assenta numa estratégia de como referido na primeira parte, conseguir a médio prazo criar um grupo líder europeu.



O negócio consiste na aquisição do capital da empresa B por empresa A (60%), administrador da B (25%) e gestor da empresa A – Portugal (15%).

O estudo desta parte, permitiu retirar mais alguns aspectos que são analisados. São eles: o prazo e montante do empréstimo, a presença em sindicato, a configuração do negócio, a estrutura de financiamento, as necessidades de investimento adicionais e a estratégia da empresa adquirente com a aquisição.

Por fim, é apresentado um plano de negócios onde se prevê algumas sinergias tais como: alargar o catálogo; reduzir custos industriais centrando na unidade do grupo B produção correntemente realizada na empresa A; e, alargar a implantação geográfica do grupo à Ibéria – actualmente só tem representação comercial.

Assim é apresentada uma previsão da empresa A – Portugal e empresa B, tendo em conta as anteriores sinergias, assumindo um crescimento de vendas em 7% em 2012 e 5% em 2013, e subida da margem EBITDA para 25%, resultando na projecção apresentada abaixo.

Na projecção é possível também ter a percepção da evolução das contas analisadas aquando da análise económico-financeira na 2ª parte.



Milhões EUR	Ano 0	Ano 1P	Ano 2P	Ano 3P	Ano 4P	Ano 5P	Ano 6P	Ano 7P
Vendas Totais	24	26	28	29	30	31	32	33
Crescimento Real das Vendas		7%	5%	2%	0%	0%	0%	0%
EBITDA	4,5	6,4	7	7,4	7,6	7,8	8	8,2
Margem EBITDA	19%	25%	25%	26%	25%	25%	25%	25%
Dívida/EBITDA	1,6	1,9	1,5	1,0	0,8	0,6	0,4	0,1
EBITDA/Enc. Financeiros Líq.	12,1	6,4	9	12,8	21	59	-65,1	-20,2
Resultados Líquidos	0,7	1,9	2,8	3,3	3,7	4,1	4,5	4,9
Free cash-flow		3,5	5	5,4	5,7	5,8	5,8	5,9
Activo Total	32	31	30	29	31	34	37	40
Capital Próprio	12	13	13	16	18	23	27	32
Autonomia Financeira	38%	42%	43%	55%	58%	68%	73%	80%
Cap. Perm. /Imob. Líq.	126%	118%	134%	162%	198%	255%	336%	449%
Dívida	7	12,4	10,2	7,3	6	4,5	3	1
Investimentos		0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Inv. Fundo de Maneio		1,5	0,7	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Fluxo Gerado de Tesouraria		2,8	4,7	5,2	5,7	6,1	6,4	6,8
Varição Empréstimos CP		3,6	-1,7	-2	0	0	0	0
Varição Empréstimos MLP		-4,8	-0,5	-1	-1,3	-1,5	-1,5	-2
Fluxo Líquido de Tesouraria		1,6	2,5	2,2	4,5	4,6	4,9	4,8
Varição de Disponibilidades		0	0	0,8	3,1	4,2	4,5	4,3
Investimentos		0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Dividendos / Dist. Reservas		1	2	1	1	0	0	0
Aplicações de Tesouraria		1,6	2,5	2,2	4,5	4,6	4,9	4,8
Serviço da dívida		1,9	1,3	1,6	1,7	1,8	1,7	2,1
RCSD		1,8	3,9	3,4	3,3	3,1	3,4	2,8

**Tabela 2:**

Previsão dos indicadores financeiros da empresa A+B (com sinergias)

**Fonte:** Banco Santander Totta

Posteriormente é também analisado um cenário sem sinergias, isto é, não existindo incremento real dos actuais níveis de vendas, não beneficiando a empresa B da integração nos catálogos internacionais da empresa A. Para além disso, considera-se a manutenção de margens brutas e da actual estrutura de FSE, como apresentado na tabela seguinte.



Milhões EUR	Ano 0	Ano 1P	Ano 2P	Ano 3P	Ano 4P	Ano 5P	Ano 6P	Ano 7P
Vendas Totais	24	25	25	26	26	27	28	29
Crescimento Real das Vendas		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBITDA	4,5	4,6	4,7	4,8	4,9	5,1	5,2	5,3
Margem EBITDA	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	19%
Dívida/EBITDA	1,6	3	2,7	2,3	1,8	1	0,6	0,2
EBITDA/Enc. Financeiros Líq.	12,1	4,4	5,1	5,9	7,4	10,9	21,5	196,4
Resultados Líquidos	0,7	0,5	1	1,2	1,5	1,8	2,1	2,4
Free cash-flow		2,3	3,8	3,7	3,8	3,9	3,9	3,9
Activo Total	32	30	29	27	27	26	24	25
Capital Próprio	12	11	10	10	11	13	15	17
Autonomia Financeira	36%	37%	36%	38%	43%	53%	61%	70%
Cap. Perm. /Imob. Líq.	126%	110%	114%	124%	136%	162%	199%	248%
Dívida	7	13,7	12,8	10,9	8,7	5,3	3	1
Investimentos		0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Inv. Fundo de Maneio		0,9	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Fluxo Gerado de Tesouraria		1,5	3,3	3,3	3,6	3,8	4,1	4,3
Varição Empréstimos CP		4,9	-0,4	-0,9	-0,9	-1,9	-0,8	0
Varição Empréstimos MLP		-4,8	-0,5	-1	-1,3	-1,5	-1,5	-2
Fluxo Líquido de Tesouraria		1,5	2,5	1,4	1,4	0,4	1,7	2,3
Varição de Disponibilidades		0	0	0	0	0	1,3	1,9
Investimentos		0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Dividendos / Dist. Reservas		1	2	1	1	0	0	0
Aplicações de Tesouraria		1,5	2,5	1,4	1,4	0,4	1,7	2,3
Serviço da dívida		2	1,4	1,8	1,9	2	1,8	2,1
RCSD		1,2	2,7	2,1	2,0	2,0	2,2	1,8

**Tabela 3:**

Previsão dos indicadores financeiros da empresa A+B (sem sinergias)

**Fonte:** Banco Santander Totta

A empresa A pretende que a gestão da empresa A – Portugal, até agora apenas com representação comercial, ao cargo do gestor da empresa B, sendo complementada pelo gestor actual da empresa A – Portugal. Com esta junção, a empresa pretende alargar a sua estratégia à empresa adquirida.

O estudo da última parte do caso permite retirar mais alguns critérios para a análise do risco de crédito: a manutenção da gestão, as sinergias adquiridas, o alargamento da estratégia à empresa adquirida, a previsão com sinergias e sem sinergias, e a análise económico-financeira.



#### **4.2.2 Financiamento à aquisição da empresa D**

Este caso prende-se com a pretensão da empresa C, empresa prestadora de serviços, adquirir a empresa D, que actua no mesmo sector, sendo por isso concorrentes.

A empresa C actua no sector de serviços, contando entre os seus principais clientes centros comerciais, unidades industriais escritórios, lojas e agências, hospitais, universidades e espaços desportivos. É antigo cliente do banco, possuindo um *rating* de X.

Trata-se de um grande operador em Portugal, tendo sido fundada em 2000. Possui uma estratégia de diversificação e consolidação de carteira de clientes focada em grandes empresas.

O sector de actividade é muito disperso, onde predominam pequenas empresas e relações contratuais de curto prazo; no entanto, Portugal é hoje um dos mercados com maior peso da subcontratação destes serviços a operadores especializados, estimando-se que esta atinja uma penetração de 70% no mercado potencial de grandes empresas.

Inserida num sector muito competitivo, em que o preço é o factor de decisão central na aquisição de clientes, a estratégia da empresa passa agora pelo crescimento em escala por via aquisitiva.



Milhões EUR	Ano -3	Ano -2	Ano -1
Vendas Totais	31,1	35,4	37,8
Crescimento real		11%	5%
FSE (% Vendas)	9%	10%	9%
Custos c/ Pessoal (% Vendas)	79%	80%	80%
EBITDA	1,9	1,6	1,7
EBITDA/Vendas	6,3%	4,4%	4,4%
Resultado Líquido	1,0	0,4	0,2
Imobilizado Líquido	3	3,1	3
Clientes	6,5	6,9	6,8
Activo Total	10,8	11,5	13,6
Capital Próprio	3,1	3,2	3,4
Autonomia Financeira	29%	28%	25%
Fornecedores	0,7	1	1
Dívida Líquida	2,9	1	2,2
Dívida / Passivo Total	38%	13%	41%
PMR	77	70	65
PMP	45	55	50
Investimento	2,8	0,7	0,9
Inv. Fundo de Maneio	4,7	-0,2	2,1

**Tabela 4:**

Indicadores financeiros da empresa C

**Fonte:** Banco Santander Totta

A empresa tem mantido uma base de contratos estabilizada, tendo vindo a alargar a base de clientes, apresentando assim, um crescimento do volume de vendas que lhe permitiu absorver uma queda de margens que afectou todo o sector. A estrutura de custos é dominada pelos custos fixos.

A estrutura de balanço é típica de uma prestadora de serviços, com peso pouco expressivo das componentes de imobilizado e CAPEX. A dívida financeira está fortemente associada ao financiamento do activo circulante e apresenta picos no final do exercício.



Com a análise desta primeira parte do caso retiram-se diversos critérios que já tinham sido estudados no primeiro caso. No entanto, existem outros critérios que no primeiro caso não foram abordados. Assim, temos: o negócio da empresa, a história, a análise do sector de actuação, o facto de ser cliente anterior e qual o seu *rating*, a carteira de clientes, os indicadores financeiros, as dívidas actuais, a estratégia da empresa e a relação com a adquirida.

A empresa D, é uma empresa especializada com o mesmo *core business* da empresa C, sendo que as suas áreas de actuação são mais abrangentes.

Esta empresa gere aproximadamente 200 contratos, representando os 20 contratos mais importantes 72% das vendas. O seu grupo accionista é responsável por 40% da sua facturação, no entanto, não existe diferença entre o preço praticado nesse contrato e nos restantes contratos.

Milhões EUR	Ano -3	Ano -2	Ano -1
Vendas Totais	16,3	16,3	16
Crescimento real		-2%	-4%
FSE (% Vendas)	9%	10%	8%
Custos c/ Pessoal (% Vendas)	78%	76%	76%
EBITDA	1,6	1,8	2,0
EBITDA/Vendas	9,7%	10,8%	12,2%
Resultado Liquido	0,2	0,1	0,5
Imobilizado Liquido	1,3	1,1	0,7
Clientes	3,1	2,7	2,7
Activo Total	4,6	4,1	4,4
Capital Próprio	0,9	0,9	1,4
Autonomia Financeira	24%	22%	31%
Fornecedores + Outros Credores	2,6	2,4	2,3
Passivo Bancário	0,0	0,0	0,0
Passivo Bancário / Passivo Total	0%	0%	0%
PMR	70	61	61
PMP	57	99	54
Investimento	1	0	0
Inv. Fundo de Maneio	2	-1	1

**Tabela 5:**

Indicadores financeiros da empresa D

**Fonte:** Banco Santander Totta



A margem de EBITDA registada é consideravelmente superior à da empresa C, facto atribuído à capacidade de controlo de custos e ao diferencial de preços entre Lisboa e Porto, pois 70% das vendas da empresa D realizaram-se em Lisboa. Este diferencial de margem é apresentado como o maior ponto de interesse para a empresa C, que considera o portfólio de contratos como muito positivo, fidelizado e estável.

A empresa apresenta pouco imobilizado, utilizando instalações arrendadas e equipamento em grande medida amortizado. As necessidades de investimento relevadas são muito reduzidas e a dívida bancária inexpressiva.

Após a análise da empresa adquirida, releva-se para a análise do risco de crédito, essencialmente os mesmos critérios até agora realçados, como o negócio da empresa, os indicadores financeiros, as dívidas actuais e a carteira de clientes.

A terceira parte do estudo do caso centra-se, tal como anteriormente, nas características do negócio.

O preço negociado foi de aproximadamente 10 milhões de euros, não se colocando necessidades de investimento adicionais na empresa. A estrutura de financiamento é centrada essencialmente na dívida, representando esta aproximadamente 87% do valor total, contra os 13% do capital próprio. O endividamento será com uma maturidade de 5 anos.

O negócio proceder-se-á através da criação de um SPV<sup>5</sup> que adquira a empresa D e que posteriormente se funde com a empresa C.

Os critérios relevantes nesta parte do caso, são em tudo semelhantes aos analisados no caso anterior, como o montante e o prazo, as necessidades de investimento adicionais, a configuração do negócio e a estrutura de financiamento.

---

<sup>5</sup> Segundo Kothari (2006), um SPV é um intermediário entre o investidor e o promotor, neste caso entre a empresa adquirente e a empresa adquirida.



Na última parte do caso, é apresentada uma evolução previsional da empresa C + empresa D, sem a consideração de sinergias.

Milhões EUR	Ano -1	Ano 0	Ano 1P	Ano 2P	Ano 3P	Ano 4P	Ano 5P	Ano 6P
Vendas Totais	53,8	55,2	56,6	58,0	59,4	60,9	62,4	64,0
Crescimento real	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Margem Bruta (% Vendas)	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%	94%
FSE (% Vendas)	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Custos c/ Pessoal (% Vendas)	79%	79%	79%	79%	79%	79%	79%	79%
EBITDA	3,6	3,9	4,2	4,3	4,4	4,5	4,7	4,8
EBITDA/Vendas	6,7%	7,1%	7,4%	7,4%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
Passivo Bancário / EBITDA	0,4x	1,9x	1,4x	0,9x	0,5x	0,1x	0,0x	0,0x
EBITDA / Enc. Fin. Líquidos	24,0	11,3	13,0	17,6	27,8	65,5	-189,7	-49,9
Resultado Líquido	0,7	1,4	2,1	2,1	2,2	2,4	2,5	2,6
Imobilizado Líquido	4	11	10	10	10	9	9	9
Clientes	9	10	10	10	10	11	11	11
Activo Total	18	22	22	22	22	22	24	26
Capital Próprio	5	7	9	11	14	16	18	21
Autonomia Financeira	26%	32%	42%	51%	62%	71%	78%	79%
Passivo Bancário Líquido	1,3	7,3	5,7	4,1	2,1	0,6	-0,2	-0,2
Passivo Banc. / Passivo Total	32%	50%	46%	39%	27%	12%	0%	0%
PMR	64	64	64	64	64	64	64	64
PMMP	20	20	20	20	20	20	20	20
PMP	51	51	51	51	51	51	51	51
Investimento	1,2	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9
Inv. Fundo de Maneio	3,1	-1,8	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

**Tabela 6:**

Previsão dos indicadores financeiros da empresa C+D

**Fonte:** Banco Santander Totta

Constata-se que a empresa conjunta apresenta capacidade de reembolso adequada ao grau de dívida solicitado, com fluxos de libertação positivos e crescentes e um rácio de cobertura de serviço da dívida de 1,1 no primeiro ano da operação.

Neste caso, o estudo do conjunto das duas empresas centra-se na previsão sem sinergias e no estudo dos indicadores económicos associados a essa previsão.



Conclui-se que ambos os casos apresentam o estudo de indicadores semelhantes na análise do risco de crédito, no entanto existem critérios que apenas são analisados em um dos casos apresentados. O estudo destes 2 casos permite descrever com fundamento quais são os critérios analisados na análise de crédito do financiamento a aquisições.

No entanto, através do estágio e da participação no estudo de outros casos, foi possível encontrar outros critérios que poderão ter importância e, por isso, relevância no estudo final de observar quais os critérios mais importantes.

Assim, através da conjugação dos dois métodos de estudo, a análise de casos e a observação participada, foi possível perceber quais os critérios analisados pelo banco na análise do risco de crédito no financiamento a aquisições, e assim, partir para a estruturação de um inquérito a realizar às pessoas responsáveis pela geração do negócio dentro do banco.



## 5. INQUÉRITO

A realização do inquérito surge da necessidade de estudar quais os parâmetros de avaliação do risco de crédito no financiamento a aquisições, mais importantes. Os estudos actuais apenas fazem referência ao facto de os fluxos gerados no futuro ser um dos principais aspectos analisados pelos bancos, no entanto será este o único aspecto importante aquando desta análise?

Para responder a esta pergunta e hierarquizar os principais aspectos, foi estruturado o inquérito presente no apêndice 1. O inquérito foi estruturado em 4 partes, tal como são estruturados os casos, sendo que cada parte contém um série de critérios que são analisados no momento de avaliação do risco de crédito, tal como visto no capítulo anterior. A escala para classificação do inquérito vai de 0 a 5, sendo o “0” nada importante e o “5” muito importante, assumindo os valores intermédios importância crescente.

A amostra do inquérito, apesar de curta, é a possível no estudo de uma questão tão específica como a que está em estudo. O inquérito irá ser colocado a seis pessoas, que em algum momento tem contacto com o processo de avaliação do risco de crédito neste tipo de operações. Apesar de ser um número reduzido, o principal, neste estudo, é o conhecimento aprofundado dos intervenientes no processo.

Antes de analisar os resultados, irá ser feita uma abordagem simples aos diferentes critérios e uma análise ao porquê de ser avaliado neste processo

### 5.1 Empresa Adquirente

**Negócio da Empresa:** explicitação da área de negócio da empresa, qual o sector de actividade e qual o seu enquadramento. Cada negócio tem as suas particularidades, sendo importante conhecer as características específicas de cada caso. O facto de um negócio possuir determinadas características, como o facto de ser prestadora de serviços ou capital intensiva, fornecem um conjunto de indicadores subjectivos que podem influenciar a análise final. É importante também definir quais os produtos que são produzidos e qual a sua vantagem competitiva.



**História:** descrição da história da empresa, da evolução e respectiva experiência dentro do sector. Perceber o crescimento que a empresa teve no passado, e como ultrapassou os principais obstáculos, pode ser um indicador do crescimento que pode vir a ter nos anos futuros.

**Estrutura Corporativa:** conhecer os sócios pode ser um bom indicador para conhecer a empresa. A experiência dos sócios pode ser conhecida através do seu historial na empresa e noutras empresas, sendo que estes podem ser pessoas individuais ou colectivas. O facto de estes sócios serem clientes do banco pode ajudar à análise do risco de crédito de cada um e das garantias que cada um pode prestar. Verificar as alterações que têm existido na estrutura accionista ajuda a conhecer a estabilidade da empresa.

**Unidades Produtivas:** as unidades produtivas são a principal força da empresa, sendo por isso importante conhecer a capacidade produtiva, a taxa de utilização da capacidade, a eficiência da empresa. O nível de inovação tecnológica é também um indicador da capacidade futura da empresa responder às necessidades do mercado. É útil também fazer uma análise comparativa com as empresas concorrentes para assim verificar o estado das unidades produtivas das outras empresas do sector, e assim perceber se alguma possui vantagem competitiva, derivado das suas unidades produtivas.

**Análise do Sector:** “A análise sectorial permite comparar qualquer empresa com o seu sector de actividade, em várias dimensões, garantindo um conhecimento profundo do sector, dos seus principais intervenientes e tendências”, segundo o sítio de informação de negócios, Informa D&B (2012). A análise do sector é, por isso, um excelente indicador para a perspectiva futura da empresa. A análise das quotas de mercado, de quem são os concorrentes, de como estes se posicionam, de quais são as suas principais características, e acima de tudo de perceber qual a evolução futura do mercado são um excelente indicador da evolução futura da empresa. A análise comparativa com as outras empresas do sector pode



indiciar potenciais vantagens ou potenciais problemas competitivos da empresa.

**Cliente Anterior:** o facto de a empresa já ter sido anterior cliente do banco, ou actual, pode fornecer informação como a experiência que o banco tem com esse cliente. O facto de a empresa ter sido sempre cumpridora com as suas obrigações com o banco pode ser um bom indicador a favor da empresa, tal como pode acontecer o oposto.

**Rating Anterior:** a gestão de risco de crédito por parte do banco, pressupõe a atribuição de uma notação de risco que varia entre 1 e 9. Esta notação é atribuída mediante a avaliação de 6 diferentes categorias: produto/mercado, sócios/accionistas, acesso ao crédito, rentabilidade/resultados, geração de recursos e solvência. O acesso a este *rating* pode dar uma primeira informação sobre a capacidade da empresa cumprir os seus compromissos, podendo por isso ser um importante indicador a analisar.

**Clientes:** analisar a estrutura de clientes da empresa, quem são os seus principais clientes, se estão muito concentrados ou diversificados pode dar uma importante perspectiva da probabilidade de cumprimento dos clientes e do impacto que um incumprimento teria na empresa.

**Exportações:** as exportações podem significar uma diversificação do risco da empresa, pois se a empresa possuir uma grande percentagem de exportações para diferentes países diversifica o risco de crises soberanas vividas actualmente em muitos países. A maior dificuldade existente num país traduz-se numa maior dificuldade para as empresas desse país.

**Carteira de Encomendas:** a carteira de encomendas de uma empresa pode indiciar a sua evolução futura ao nível de vendas. Muitas vezes as vendas das empresas são precedidas por encomendas realizadas em períodos anteriores.



**Indicadores Financeiros:** a análise da situação económico/financeira de uma empresa é importante, pois assim é possível analisar a capacidade da empresa para gerar resultados e também analisar a capacidade que a empresa tem para cumprir os compromissos no curto, médio e longo prazo.

- **Balanço / Solvência:** nesta subsecção pretende-se analisar a capacidade da empresa em conseguir cumprir com os seus compromissos, através de indicadores de liquidez, e averiguar como é constituído o activo da empresa, ao nível de componentes fixas e circulantes e analisar indicadores de estrutura.

- **Geração:** para além de perceber como se encontra a capacidade da empresa em cumprir com os compromissos, é necessário também compreender a que níveis a empresa está a gerar fluxos. Nesta subsecção pretende-se conhecer qual o nível de EBITDA da empresa e a sua margem de EBITDA para perceber a sua eficiência. É importante também conhecer o *Free Cash Flow* (FCF) da empresa.

- **Cobertura de Dívida:** por último, é necessário também conhecer até que ponto a empresa se pode endividar e, na estrutura actual, qual é a sua capacidade de pagar os juros e em quanto tempo é que o EBITDA consegue pagar a dívida financeira líquida. Nesta subsecção um rácio importante é o rácio de cobertura de serviço da dívida (RCSD).

**Dívidas Actuais:** é importante conhecer qual o montante das dívidas actuais para perceber a sua capacidade de poder contrair mais dívidas. Para além disso, perceber quais as suas maturidades, quais as taxas de juro, qual o capital em dívida e qual a sua diversificação pelos bancos pode ser importante para perceber o enquadramento da empresa junto de outros bancos.

**Resultados Extraordinários:** muitas vezes os resultados das empresas são alterados por resultados extraordinários que resultam de negócios pontuais e que podem ser vistos como extras ao negócio da



empresa. Analisar quais e com que frequência se verificam estes resultados extraordinários podem ser importantes para conhecer a verdadeira capacidade da empresa em cumprir com as obrigações.

**Imóveis a Hipotecar:** a existência de activos que possam servir de colateral da dívida pode ser de especial importância para servir de garantia ao financiamento. No entanto, é preciso conhecer esses activos, e ter uma avaliação independente desses mesmos activos.

**Evolução Previsional:** a evolução previsional da empresa indica como é a perspectiva futura da empresa, e assim é possível entender como a empresa, sem aquisição, se irá comportar no futuro.

**Estrutura Organizacional:** conhecer como as empresas se articulam para desenvolver a sua actividade pode ser importante para perceber o nível de organização e a capacidade da empresa em se adaptar a mudanças repentinas que possam acontecer.

**Estratégia da Empresa:** a estratégia que a empresa pretende seguir nos próximos anos é um bom indicador de como se espera que a empresa evolua nos próximos anos. O conhecimento dos objectivos que a empresa pretenda alcançar num futuro próximo, pode ser fundamental para conhecer qual a forma como a empresa actuará.

**Relação com Adquirida:** a relação que a empresa adquirente tem com a adquirida é um bom indicador de quais as sinergias que a empresa pretende obter. O facto de a empresa adquirida ser um fornecedor, concorrente ou cliente tem um impacto completamente diferente do que a empresa ser completamente alheia ao negócio da empresa adquirida.

**Experiência Aquisitiva Anterior:** quando uma empresa já possui experiência aquisitiva anterior, a possibilidade de o estar a fazer novamente com mais profissionalismo é maior. A experiência adquirida noutras



operações semelhantes pode ser fundamental para que a operação de crescimento seja bem sucedida.

**Dividendos:** conhecer a actual política de dividendos da empresa pode indiciar qual a política de dividendos que a empresa pretende praticar no futuro. Com uma estrutura mais alavancada pela operação de aquisição, a política de dividendos pode ter de ser alterada.

## 5.2 Empresa Adquirida

Os parâmetros analisados relativamente à empresa adquirida são semelhantes aos analisados para a empresa adquirente, nomeadamente: negócio da empresa, história, estrutura corporativa, unidades produtivas, análise do sector, cliente anterior, *rating* anterior, clientes, exportações, carteira de encomendas, indicadores financeiros (balanço/solvência, geração e cobertura de dívida), dívidas actuais, resultados extraordinários, imóveis a hipotecar e evolução previsional.

## 5.3 Negócio

**Prazo:** o prazo do financiamento proposto pela empresa é alvo de análise, sendo até possível, uma negociação deste prazo. No entanto, o alargamento do período de empréstimo pode significar uma maior exposição ao risco de crédito, mas uma diminuição pode também significar um maior “sufoco” durante esse período. A importância do prazo na análise do financiamento assume diferentes perspectivas para períodos curtos (< ou = a 5 anos) e para períodos longos (> 5 anos).

**Montante:** o montante do empréstimo é sempre alvo de análise, pois quanto maior o montante maior o risco de incumprimento, *ceteris paribus*.

**Presença em Sindicato:** um sindicato bancário é um financiamento de uma operação por um conjunto de bancos (pelo menos 2). A presença num sindicato pode diversificar o risco do banco na operação, no entanto o



banco pode ter de se enquadrar com as condições propostas por outros bancos.

**Configuração do Negócio:** a configuração do negócio é um aspecto que envolve várias características legais a serem cumpridas, mas que assume especial importância no negócio. Perceber a que entidade será alocado o financiamento e quais as responsabilidades dessa entidade pode assumir especial destaque.

**Estrutura de Financiamento:** a estrutura de financiamento consiste na percentagem de endividamento e de capital próprio presente no investimento. A presença de um elevado montante de capital próprio no financiamento pode assumir um especial comprometimento da empresa e dos seus accionistas.

**Necessidades de Investimento Adicional:** por vezes, após concluída a operação de aquisição, são necessários investimentos adicionais para reestruturar e adequar a empresa adquirida aos padrões da adquirente. No entanto estes investimentos, se significativos, podem ter influência na capacidade de cumprimento das obrigações da empresa. Por vezes os investimentos adicionais precisam de ser financiados com recurso a dívida bancária o que pode alterar a situação financeira da empresa.

**Estratégia com Aquisição:** perceber qual a estratégia que a empresa adquirente tem com a aquisição é importante para analisar o futuro que a empresa adquirente pretende para a empresa.

#### **5.4 Empresa Adquirente + Adquirida**

**Previsão sem Sinergias:** a previsão da situação económica/financeira da empresa sem a adopção de sinergias pode ser importante para perceber qual será a situação da empresa se as sinergias pretendidas com a aquisição não conseguirem ser obtidas. Esta situação,



fornece uma perspectiva pessimista da saúde financeira da empresa num futuro próximo ou seja, uma perspectiva do pior que poderá acontecer.

**Previsão com Sinergias:** a previsão com as sinergias que se prevêem obter, fornece uma expectativa mais realista da situação que a empresa enfrentará no futuro, e por isso, um indicador que pode ter importância.

**Indicadores Financeiros:** os indicadores financeiros aqui analisados serão os mesmos que atrás já foram abordados, e que fornecerão uma perspectiva da capacidade de cumprir com as obrigações e a capacidade de gerar fluxos para pagar a dívida negociada para a aquisição.

**Sinergias Adquiridas:** conhecer quais as sinergias que potencialmente podem ser adquiridas com o negócio, pode dar uma boa perspectiva de como a integração da nova empresa pode significar uma melhoria da situação económica/financeira da empresa e qual a probabilidade de as previsões da empresa poderem estar correctas.

**Manutenção da Gestão:** a manutenção da gestão antiga na empresa adquirida, ou a introdução de uma nova gestão por parte da empresa adquirente indica a continuidade assumida, podendo trazer benefícios ou prejuízos para o futuro.

**Alargamento da Estratégia à Adquirida:** alargar a estratégia adoptada na empresa adquirente à empresa adquirida provoca alterações na situação financeira futura de ambas e pode dar a conhecer qual a evolução que se pretende para ambas.

**Manutenção do Pessoal:** para além da manutenção da gestão é preciso analisar se a empresa pretende manter os colaboradores actuais que a empresa adquirida possui ou se pretende recrutar ou recolocar novos colaboradores. Por vezes, a reestruturação de quadros pode ser benéfica,



no entanto, outras vezes, a manutenção dos colaboradores mais talentosos, pode ser importante para o sucesso futuro.

Após a apresentação de todos os parâmetros avaliados no inquérito, é o momento de inferir e reflectir sobre os resultados.

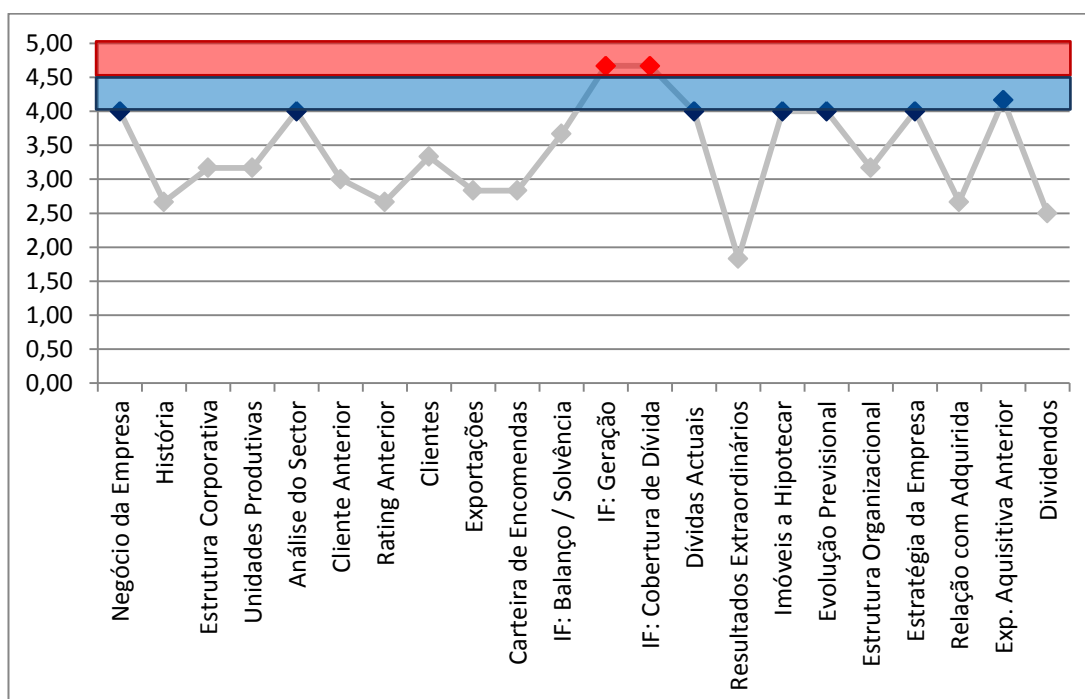
## 6. RESULTADOS

No presente capítulo pretende-se verificar, tal como já referido, quais os critérios mais importantes na avaliação do risco de crédito no financiamento a aquisições. A análise irá, primeiramente, dividir-se nas quatro partes, tal como se subdividiu o estudo de casos, e posteriormente numa análise global.

Para conseguir avançar de forma conclusiva neste estudo, irá ser feita uma ponderação das respostas aos inquéritos, em que são apresentados através de gráficos as médias da classificação de importância atribuída pelos inquiridos. Por forma a classificar, de forma simples e sucinta, a importância dos diferentes critérios, é atribuída uma classificação de “muito importante” aos critérios que obtenham uma média igual ou acima de 4,5 e “importante” aos que obtenham uma classificação entre 3,5 (inclusive) e 4,5 (exclusive).

### 6.1 Estudo da Empresa Adquirente

Os resultados obtidos no estudo da empresa adquirente são os seguintes:



**Gráfico 1:**

Importância dos critérios relativos à empresa adquirente

**Fonte:** Elaboração própria

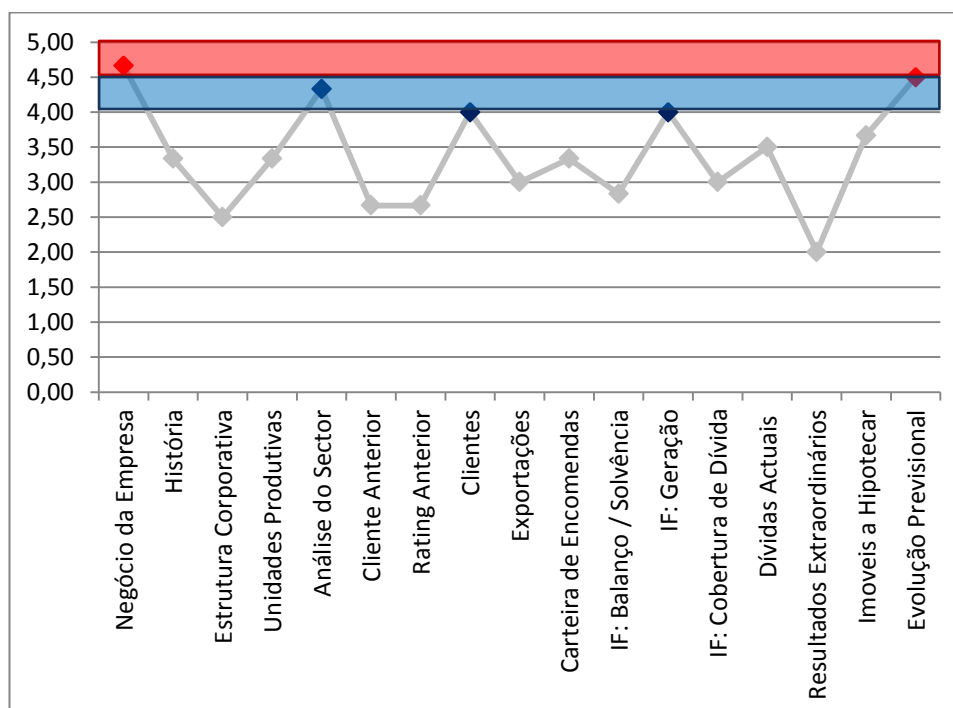
Através do gráfico anterior, pode-se verificar que quando é estudada a empresa adquirente, os parâmetros que têm maior relevância, marcados a vermelho, para os analistas são os indicadores financeiros de geração e os indicadores financeiros de cobertura de dívida.

De seguida, e com a classificação de “importante”, marcados a azul, seguem-se vários indicadores: o negócio da empresa, a análise do sector, as dívidas actuais, os imóveis a hipotecar, a evolução previsional, a estratégia da empresa e a experiência aquisitiva anterior. No lado oposto, aparece destacado os “resultados extraordinários”, tendo pouca importância para a análise ao contrário dos resultados recorrentes.

Como se verifica por esta análise, no cômputo geral, a parte do estudo da empresa adquirente é importante para o estudo global, possuindo vários critérios com classificação de “importante” e “muito importante”.

## 6.2 Estudo da Empresa Adquirida

Os resultados obtidos acerca dos parâmetros sobre o estudo da empresa adquirida são representados no gráfico 2.



**Gráfico 2:**

Importância dos critérios relativos à empresa adquirida

**Fonte:** Elaboração própria

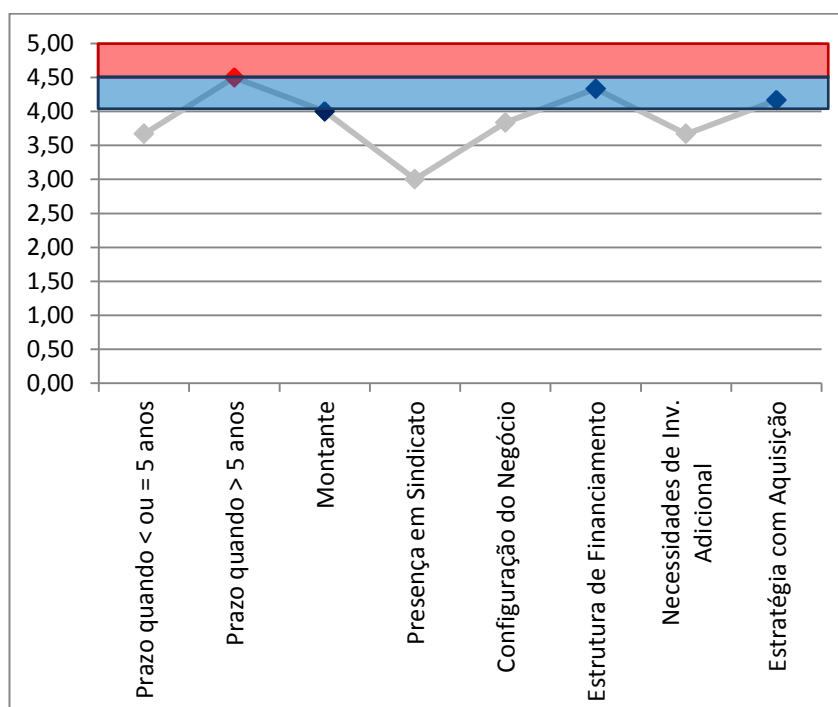
Através da análise do gráfico 2 verifica-se que a análise da empresa adquirida não assume tanta importância para a análise do risco de crédito como o estudo da empresa adquirente.

Neste caso, apesar de continuar a possuir dois critérios com classificação de “muito importante”, o estudo do negócio da empresa e a análise da evolução previsional, possui substancialmente menos critérios com a classificação de “importante”: a análise do sector, o conhecimento dos clientes e os indicadores financeiros de geração.

Tal como no estudo da empresa adquirente, os resultados extraordinários, são dentro dos parâmetros definidos o critério com menor importância para o estudo.

### 6.3 O estudo do negócio

Relativamente ao estudo do negócio, os resultados obtidos são os seguintes:



**Gráfico 3:**

Importância dos critérios relativos ao negócio

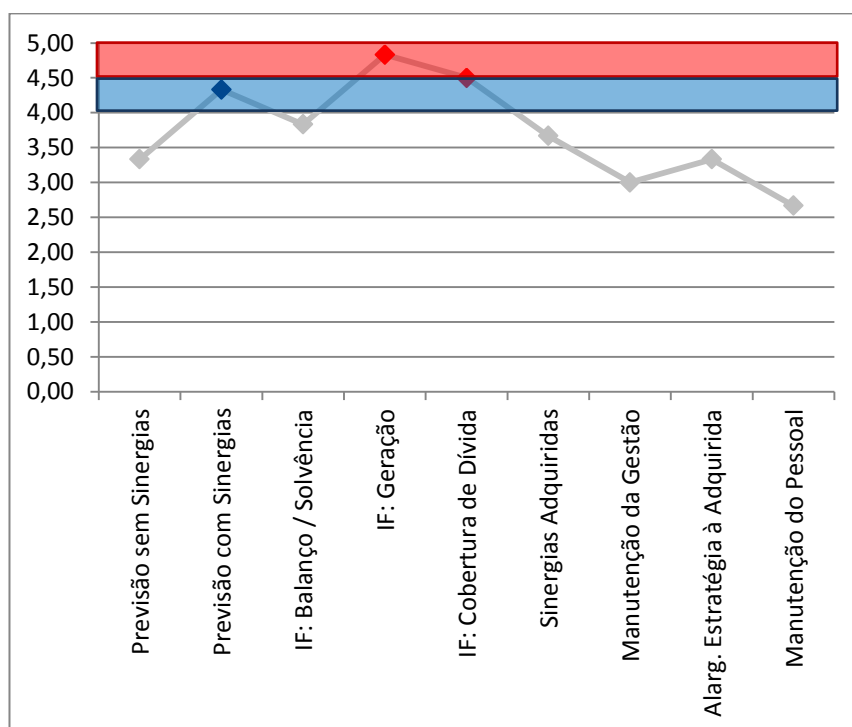
**Fonte:** Elaboração própria

O primeiro impacto obtido após uma primeira análise é a diferença de classificação entre a análise do prazo quando é maior que cinco anos e quando é menor. A presença em outros casos de estudo do banco permitiu averiguar a diferença de importância atribuída ao prazo, quando o financiamento era a mais cinco anos, o que se constatou através dos resultados do inquérito. De tal forma, que se classifica como o critério mais importante desta terceira parte, o estudo do negócio.

Por outro lado, verifica-se que o montante do financiamento, a estrutura do financiamento e a estratégia com a aquisição, são “importantes” para a análise do risco de crédito. No lado oposto, o critério com menor importância para a análise é a presença em sindicato bancário.

#### 6.4 O estudo da junção das empresas

Por último, a análise do conjunto da empresa adquirente e adquirida obteve os seguintes resultados:



**Gráfico 4:**

Importância dos critérios do conjunto das empresas (adquirente + adquirida)

**Fonte:** Elaboração própria



Na análise a esta última parte, verifica-se que o estudo dos indicadores financeiros de geração é o aspecto mais importante. Não é só o aspecto mais importante nesta parte, como também o aspecto mais importante em todo o estudo, na opinião dos especialistas consultados. A classificação de “muito importante” foi obtida com a quase unanimidade das opiniões, sendo que apenas existiu uma com a classificação de “importante”.

De seguida, e também com a classificação de muito importante aparece o estudo dos indicadores financeiros de cobertura de dívida. Com a classificação de importante existe apenas um critério: a previsão sem sinergias. No lado oposto encontra-se a manutenção do pessoal, que é vista pelos especialistas consultados como o menos importante dos critérios analisados.

### **6.5 A análise dos resultados globais**

Após a análise dos resultados obtidos nas diferentes partes da análise do risco de crédito, neste último subcapítulo pretende-se fazer uma análise global ao estudo no financiamento a aquisições.

Tal como já referido anteriormente, a análise dos indicadores financeiros de geração de *cash flow* ao nível do conjunto das empresas é o critério com maior importância na avaliação. Em termos financeiros, este tipo de indicadores estão intimamente relacionados com o parâmetro de gestão do risco de crédito designado de “probabilidade de incumprimento”, (Demerjian, 2007). No entanto, a análise destes indicadores não é apenas muito importante ao nível do conjunto das empresas. Tal como verificado, a análise dos respectivos indicadores na análise individual às empresas assume, também, uma importância muito elevada.

Esta conclusão vai de encontro com a constatação efectuada na análise bibliográfica, onde autores como Shea (1999), Sherman & Hart (2006), Demerjian (2007) e Gaughan (2011) defendem que apesar dos diversos parâmetros que são avaliados, a análise da capacidade de geração futura das empresas é o principal critério de avaliação do risco de crédito, pois é através deste que a empresa poderá amortizar o financiamento obtido, verificando-se assim uma maior preocupação em “garantir” o



reembolso do financiamento através da geração operacional da empresa do que através de activos que possam servir de colateral.

Também a análise dos indicadores financeiros de cobertura de dívida assume grande importância, tanto na análise da empresa adquirente como na análise conjunta. No entanto, quando se prende com a análise individual da empresa adquirida, este critério já não assume tanta importância, pois a empresa irá ser naturalmente reestruturada após a operação.

Para além da análise destes indicadores financeiros, existem alguns parâmetros que assumem muita importância no estudo do risco de crédito. A análise do negócio da empresa adquirida e a evolução previsional da mesma são dois dos parâmetros que maior importância têm, sendo classificados com maior importância do que análise dos mesmos parâmetros relativamente à empresa adquirente. Um último critério que assume muita importância no estudo é a análise do prazo do financiamento, quando maior que cinco anos.

Realizando uma comparação geral com a análise bibliográfica realizada, constata-se que relativamente à opinião de Gaughan (2011) a estabilidade da gestão e o prazo de pagamento, quando superior a 5 anos, são os factores mais divergentes, pois as conclusões do estudo apontam para pouca importância da manutenção da gestão ao contrário do referido por Gaughan (2011). Já o prazo do financiamento não é referido pelo autor como dos aspectos mais importantes quando no estudo realizado observa-se essa situação.

Analisando também os parâmetros referidos por outros autores, como Shea (1999) e Sherman & Hart (2006), o prazo de pagamento não aparece como um dos mais importantes. Esta constatação pode estar associada à cada vez maior incerteza que o mercado financeiro apresenta e, assim, ser um parâmetro que evoluiu para os mais importantes nos dias de hoje.

Para além desta constatação, tal como já se tinha analisado na revisão bibliográfica, a tendência da existência de activos que possam servir de colateral à dívida está a perder importância na análise do risco de crédito. Este critério era apontado como um dos principais na análise no financiamento à aquisição nos anos 80, (Sherman & Hart, 2006). Contudo,



um pouco surpreendentemente tal como verificado também no estudo realizado, apesar da existência de activos que possam servir de colaterais ser importante, já não se posiciona como um dos mais importantes.

O estudo realizado e a revisão bibliográfica realizada apontam outros critérios também importantes na análise, que de forma directa têm impacto na capacidade de geração e logo na capacidade de amortizar o financiamento, como é o caso, por exemplo, da análise do negócio e do sector.

Resumindo, os critérios com maior importância no estudo da análise de risco de crédito no financiamento a aquisições são a análise dos indicadores financeiros de geração e de cobertura de dívida, a análise do negócio e da evolução previsional da empresa adquirida e a ponderação do prazo do financiamento quando este é superior a cinco anos. Com esta conclusão, constata-se também que a existência de activos a hipotecar é considerado importante na análise actual, contudo já não assume a importância que tinha no passado.



## 7. CONCLUSÃO

Com o presente estudo pretende-se observar quais os principais critérios na análise do risco de crédito no financiamento à aquisição. Assim, e para atingir esses objectivos começou-se por fazer um breve enquadramento teórico, abordando os diversos tópicos que afectam as aquisições.

Sendo uma aquisição o processo através do qual uma empresa adquire outra, é preciso constatar quais os motivos que levam a essa opção. A pretensão de expansão é apontado, por Gaughan (2011), como o principal motivo, no entanto, existem outros que impulsionam a vontade de avançar para estes processos. Contudo, por outro lado, existe a vontade de vender, o que pode ser derivado de diversos factores, como por exemplo, a inexistência de resultados ou a incapacidade financeira para fazer os investimentos adequados.

No entanto, não basta ter um bom motivo para se poder avançar para um processo tão exigente como este. É necessário uma preparação minuciosa e detalhada de todo o processo de aquisição, desde o plano de negócios e de aquisição, ao acordo e avaliação do processo. Contudo, uma das etapas no processo indispensável ao sucesso da operação é o financiamento.

O financiamento à aquisição é estudado como uma temática concreta e específica, pois é o financiamento que permite a uma empresa adquirir ou fundir-se com outra entidade.

Existem diversos tipos de financiamento à aquisição, que vão desde a utilização de meios próprios da empresa, como é o caso do *cash*, passando pelo uso de capital próprio, de um empréstimo por parte do vendedor e/ou de capital híbrido, até outros endividamentos, como é o caso dos empréstimos bancários.

Centrando a análise neste último tipo e como parte importante do processo de financiamento por parte dos bancos, é estudado o risco de crédito, isto é o risco de um tomador de empréstimo não conseguir cumprir a tempo com os pagamentos devidos.



Contudo, nos processos de financiamento à aquisição, os critérios de análise do risco de crédito, por ser uma operação com características próprias, são específicos. Tem-se verificado uma mutação destes critérios ao longo do tempo, levando a que a existência de activos a servir de colateral deixe de ser o critério mais importante, para abordar outros que possam garantir o pagamento da dívida.

Com esta estruturação da temática através da citação de diversos autores, evidenciando as obras mais importantes acerca do tema, foi possível constatar a importância das aquisições para as empresas, da avaliação do risco de crédito para os bancos, e da necessidade de existir uma melhor preparação das empresas para abordar estes processos, num período em que o crédito bancário está cada vez mais restrito e selectivo.

Assim, através deste estudo consegue-se contribuir positivamente para as empresas e empresários conseguirem abordar os bancos da melhor forma possível, percebendo qual a informação que estes valorizam para avaliar o interesse em financiar a operação. Por outro lado, estando as empresas melhor informadas sobre os critérios analisados, a troca de informações entre bancos e empresas pode tornar-se mais simples, objectiva e concisa, facilitando assim o trabalho de análise dos bancos.

Analisando os resultados do estudo realizado, conclui-se que ao contrário do que se passava nos anos 80, na actualidade, o principal critério de análise do risco de crédito no financiamento à aquisição, e consequente interesse em participar no financiamento da operação, é a capacidade de geração de fluxos que permitam amortizar o financiamento e não a existência de activos que possam servir de colateral da dívida.

As respostas do inquérito traduzem que esta preocupação pela geração não se centra unicamente na perspectiva futura das empresas em conjunto, mas também da sua capacidade individual, passada e previsional.

Esta conclusão, traduz-se numa necessidade de elaboração de uma previsão realística e justificada, por parte das empresas, para que assim os bancos consigam fazer a sua análise da melhor forma possível e com menos dúvidas, para que se consiga chegar ao final com o resultado que ambos esperam, a concretização do financiamento.



Para além desta principal conclusão, constata-se que a análise dos indicadores de cobertura de dívida, que vai de encontro com a justificação anterior, é também muito importante para os bancos, tal como a análise do negócio ou do prazo, quando superior a 5 anos.

No entanto, o presente estudo, para poder ser realizado com precisão, obtendo opinião apenas de especialistas que interagem com este tipo de operações, apresenta uma limitação que é o facto de o inquérito apenas ter sido realizado a 6 pessoas. Assim, e por forma a superar esta limitação, encontrar uma população maior para a realização do inquérito e que possuísse o mesmo nível de especialização poderá ser uma forma de melhorar as conclusões obtidas. Também o facto de ser um relatório de estágio, e por isso, a área de estudo ser um caso em concreto, ou seja, um banco em concreto, poderá levar a distorções da realidade do que se passa no mercado em geral.

Assim, um possível estudo futuro, poderia passar pela análise de diversos bancos para assim, suportar ou confrontar, os resultados obtidos neste estudo.



## BIBLIOGRAFIA

- Banco de Portugal. 2012. **Relatório de Estabilidade Financeira**. Disponível em <http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/RelatorioEstabilidadeFinanceira/Paginas/RelatoriodeEstabilidadeFinanceira.aspx>, visualizado a 25 de Maio de 2012 (15H).
- Bekier, M. M., Bogardus, A. J. & Oldham, T. 2001. Why mergers fail. **The McKinseyQuarterley**.
- Bossert, T. 2008. **Methods of Equity Financing**. s.l.: GRIN Verlag.
- Bragg, S. M. 2009. **Mergers & Acquisitions: A Condensed Practitioner's Guide**. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc..
- Brown, C. M. 2011. How to Finance an Acquisition. **Inc.** <http://www.inc.com/guides/201101/business-acquisition-financing.html>, visualizado a 10/03/2012, 15H.
- Bryman, A. 2008. **Social Research Methods** (3rd ed.). Oxford: Oxford University Press.
- Cartwright, S. & Schoenberg, R. 2006. 30 years of Mergers and Acquisitions research: recent advances and future opportunities. **British Journal of Management**.
- Costa, C. A. 2001. **Métodos qualitativos na análise de risco de crédito - confiança e credibilidade na relação entre bancos e empresas**. Braga: Escola de Economia e Gestão da Universidade do Minho.
- Coyle, B. 2002. **Bank Finance: Debt Equity Markets**. Kent: Financial World Publishing.
- Demerjian, P. R. W. 2007, **Financial Ratios and Credit Risk: The Selection of Financial Ratio Covenants in Debt Contracts**. Stephen M. Ross School of Business, University of Michigan.
- DePamphilis, D. 2010. **Mergers, acquisitions, and other restructuring activities** (5th ed.). s.l.: Academic Press.
- DePamphilis, D. 2011. **Mergers and acquisitions basics: all you need to know**. s.l.: Academic Press.



- Ernst, D. & Häcker, J. 2012. ***Applied International Corporate Finance***. München: Vahlen
- Frankel, M. E. S. 2007. ***Mergers and Acquisitions Deal-Makers: Building a Winning Team*** (2nd ed.). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc..
- Gammelgaard, J. 1999. ***A Dynamic Extension of the Existing Typology of Acquisition Motives***. Department of International Economics and Management Copenhagen Business School.
- Gaughan, P. A. 2011. ***Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*** (5th ed.). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc..
- Graham, A. 2000. ***Measuring Credit Risk***. Chicago: Fitzroy Dearborn Publishers.
- Graham, A. & Coyle, B. 2000. ***Framework for Credit Risk Management***. Chicago: Fitzroy Dearborn Publishers.
- Grossman, T. & Livingstone, J. L. 2009. ***The Portable MBA in Finance and Accounting*** (4th ed.). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc..
- Horsher, K. A. 2005. ***Essentials of financial risk management***. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc..
- <http://acquisitionfinancing.org/>, visualizado a 15/05/2012, 16H.
- <http://absales.ca/business-advisory-services/financing-the-business-acquisition/>, visualizado a 25/05/2012, 10H.
- Kengelbach, J. & Roos, A. 2011. ***Riding the Next Wave in M&A: Where Are the Opportunities to Create Value?*** Boston: The Boston Consulting Group.
- Kothari, V. 2006. ***Securitization: The Financial Instrument of the Future***. Clementi: John Wiley & Sons (Asia).
- KPMG, 2011. ***Transactions & Restructuring***. Disponível em [www.kpmg.com](http://www.kpmg.com) (2012/03/15; 10H 30M).
- Midaxo, 2012. Disponível em <https://cloud.midaxo.com/taskId/2> (2012/04/05; 12H 15M).
- Palepu, K. G. & Healy, P. M. 2008. ***Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements*** (4th ed.). Ohio: Thomson South-Western.



- Pautler, P. A. 2001. ***Evidence on Mergers and Acquisitions***. Working paper No. 243, Bureau of Economics, Federal Trade Commission, Washington, D. C..
- Reed, S. F., Lajoux, A. R. & Nesvold, H. P. 2007. ***The Art of M & A: A Merger Acquisition Buyout Guide*** (4th ed.). s.l.: The McGraw-Hill Companies.
- Rosenbaum, J. & Pearl, J. 2009. ***Investment banking: valuation, leveraged buyouts, and mergers & acquisitions***. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc..
- Rouse, C. N. 2002. ***Bankers' Lending Techniques*** (2nd ed.). Kent: Financial World Publishing.
- Salame, R. 2006. Why Do Mergers Fail? What Can Be Done to Improve their Chances of Success?. ***Key Strategy***.
- Scott, D. L. 2003. ***Wall Street Words: An A to Z Guide to Investment Terms for Today's Investor*** (3rd ed.). Boston: Houghton Mifflin Company.
- Shea, E. E. 1999. ***The McGraw-Hill Guide to Acquiring and Divesting Businesses***. New York: McGraw-Hill.
- Sherman, A. J. & Hart, M. A. 2006. ***Mergers & Acquisitions from A to Z*** (2nd ed.). New York: AMACOM.
- Siegenthaler, P. J. 2010. Ten reasons mergers and acquisitions fail. ***The Telegraph***.  
<http://www.telegraph.co.uk/finance/businessclub/7924100/Ten-reasons-mergers-and-acquisitions-fail.html>, Maio 2012.
- Steel, G. B. 2010. ***An Overview of Leveraged Buy-Out Transactions***. University of Chicago.
- Terjesen, S. 2011. Mergers and Acquisitions: Patterns, Motives, and Strategic Fit. ***QFinance***.
- Turetsky, H. 2003. When a troubled firm is worth buying. ***Mergers & Acquisitions Journal***.
- ***United Nations Conference on Trade and Development***, 2002. How to prepare your Business Plan. New York and Genève.
- [www.informadb.pt](http://www.informadb.pt), visualizado a 15/12/2011, 10H.





<b>Empresas Adquirida</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
Negócio da Empresa						
História						
Estrutura Corporativa						
Unidades Produtivas						
Análise do Sector						
Cliente Anterior						
Rating Anterior						
Clientes						
Exportações						
Carteira de Encomendas						
Indicadores Financeiros						
- Balanço / Solvência						
- Geração						
- Cobertura de Dívida						
Dívidas Actuais						
Resultados Extraordinários						
Imóveis a Hipotecar						
Evolução Previsional						

<b>Negócio</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
Prazo						
- Quando < ou = 5 anos						
- Quando > 5 anos						
Montante						
Presença em Sindicato						
Configuração do Negócio						
Estrutura de Financiamento						
Necessidades de Inv. Adicional						
Estratégia com Aquisição						

<b>A + B</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
Previsão sem Sinergias						
Previsão com Sinergias						
Indicadores Financeiros						
- Balanço / Solvência						
- Geração						
- Cobertura de Dívida						
Sinergias Adquiridas						
Manutenção da Gestão						
Alarg. Estratégia à Adquirida						
Manutenção do Pessoal						

Fonte: Elaboração própria