

Falta de liquidez coloca em xeque as empresas de private equity e promove fusões expressas

As empresas de private equity preveem que haverá corte de fundos por parte de seus investidores. A captação de dinheiro por parte dessas instituições profissionais de compra e venda de empresas caiu 50% na Espanha, em 2008, em razão da crise econômica perfazendo um total de € 2,56 bilhões. “É provável que algumas dessas empresas saiam de cena, o que já ocorreu em outros anos”, observou Jaime Hernández-Soto, sócio da empresa MCH Private Equity e presidente do sindicato patronal espanhol Ascric, durante a divulgação dos dados anuais do setor na Espanha há alguns dias.

A realidade espanhola não está alheia ao que se passa nas empresas de private equity do resto do mundo, já que 40% das empresas do setor podem desaparecer nos próximos três anos, conforme estudo elaborado pelos professores do IESE Heinrich Liechtenstein, Maria Julia Prats e Heino Meerkatt, especialista da consultoria Boston Consulting Group (BCG). Contudo, apesar dos maus presságios, o fato é que só as empresas de private equity do velho continente contam com mais de € 700 bilhões em recursos para investir. De acordo com os autores do relatório intitulado Preparando-se para o choque do setor de private equity, entre 2003 e 2007 “quase todas as empresas de private equity cresceram de forma exponencial graças a um cenário econômico e financeiro bastante favorável e que resultou de quatro fatores fundamentais: grandes volumes de dívida barata, rentabilidade crescente em todos os setores, aumento do preço dos ativos e alocação de ativos importantes de investidores institucionais em fundos de capital de risco. A recente crise financeira e econômica reverteu a tendência antes observada em todos esses fatores”.

Liechtenstein, Prats e Meerkatt preveem em seu relatório um grande volume de inadimplência para as empresas investidas, mas não prognosticam uma catástrofe econômica. As empresas mais afetadas serão os próprios fundos, dos quais entre 20% e 40% poderão desaparecer. De acordo com dados do relatório, somente 30% das empresas de private equity parecem estar fora de perigo, enquanto as demais terão de fazer reajustes caso queiram sobreviver por mais de três anos. As soluções propostas pelos autores do estudo para as empresas com liquidez requerem melhoras operacionais nas companhias investidas, oportunidades de participação em empresas investidas em dificuldades e em empresas de private equity, bem como a possível concessão de financiamento em âmbito empresarial mais abrangente.

Algumas empresas, como a Texas Pacific Group (TPG) e a Permira (proprietária da cadeia de supermercados Dinosol e da companhia de entrega de alimentos a domicílio Telepizza, ambas na Espanha) permitem agora que os investidores reduzam o aporte em seus fundos, algo inédito na trajetória dessas duas empresas. Para Hernández-Soto, “isso faz parte de um processo de redimensionamento do setor”.

Durante algum tempo, e até recentemente, o retorno obtido pelas empresas de private equity havia sido muito bom graças ao conjunto de fatores mencionados, sem que para isso tivessem de melhorar a situação de suas empresas investidas. Contudo, em 2008, prossegue Liechtenstein, “uma desvalorização de 45% mudou drasticamente a situação, empurrando os indicadores para um nível abaixo dos últimos três ou quatro anos. Nosso estudo mostrou ainda que cerca de 50% das empresas investidas que analisamos poderiam se tornar inadimplentes nos próximos 3 anos e, com a deterioração dos lucros, esse número poderá ser ainda maior.

O modelo de private equity chegou para ficar, mas a reviravolta atual vai mudar de forma significativa os contornos do setor". Para Liechtenstein, dívidas puras e múltiplos agentes, por exemplo, vão desaparecer. "É provável também que os vencedores consolidem o mercado, lancem os fundamentos para retornos de longo prazo de maior qualidade através de investimentos em ativos baratos durante o período de retração, e passem em seguida a priorizar mais ainda a criação de valor operacional."

Por que as empresas de private equity não conseguem financiamento? Para paz Ambrosy, professora da escola de negócios do Instituto de Empresa (IE), "uma das razões para isso é que a rentabilidade mínima a ser sacada pelos fundos a intervalos de dez anos é de 30% da TRI (Taxa de Rentabilidade Interna). Os recursos próprios e os custos são muito mais elevados e difíceis de obter do que as estruturas externas de financiamento, principalmente por meio de dívidas, porque enquanto o custo do recurso é, no mínimo, de 30%, o custo da dívida nos últimos tempos foi infinitamente menor (entre 6% e 7%) em termos da dívida principal, por exemplo".

Contudo, diante das mudanças de estratégia das empresas do setor, Ambrosy adverte para a importância de levar em conta a reação dos investidores institucionais que participam dos fundos de private equity. "A mudança de estratégia deve estar bem fundamentada, uma vez que as instituições têm, por vezes, o direito de interromper o compromisso firmado com o fundo. É bom lembrar que a atividade de private equity consiste em investir barato e, sobretudo, desinvestir a bom preço e com o maior ágio possível."

Ambrosy concorda com a tese de que a falta de liquidez inviabiliza a existência de algumas empresas do setor. "É verdade que o mercado punirá as empresas que não souberam se adaptar a determinados critérios de custo e que não têm experiência em monitorar os investimentos e não são criativas na hora de investir. A criatividade é um imperativo. Além disso, há fundos institucionais, como os fundos de pensão, bancos, seguradoras etc. que não terão meios de honrar seus compromissos de investimentos. Portanto, esse será um elemento fundamental na hora em que as empresas de private equity investirem, já que poderão até realizar transações, mas não terão liquidez por parte de seus investidores institucionais", explica.

Quase todos os especialistas concordam com o fato de que chegaram ao fim as grandes operações corporativas observadas em todo o mundo até fins do ano passado. Para Ambrosy, isto se deve, em parte, à falta de ajuste em alguns indicadores, como o EBTIDA (lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização). A ausência dos resultados esperados com as grandes aquisições influenciou na desaceleração da onda de fusões e aquisições dos anos anteriores.

Contudo, conforme explica Ambrosy, "a inexistência de financiamento por parte das instituições financeiras, principalmente para o capital de giro, vem sufocando muitas empresas que dependem dessas linhas de financiamento para continuar em atividade, sobretudo no setor de distribuição, comércio exterior, aquisição de matérias-primas, atividades industriais etc.". Embora o preço de algumas empresas continue elevado, e apesar da cautela que se observa na hora de planejar as compras, ocorre em todo o mundo um fenômeno de aquisições aceleradas que vem colocando na ordem do dia as operações expressas.

Fusões expressas

A crise de crédito colocou na defensiva muitas empresas que se viram obrigadas a fechar suas portas ou a pendurar nelas uma placa de "vende-se". Ao mesmo tempo que as empresas não se interessam mais em comprar, conforme se vê no segmento de private equity, cresce o desejo de muitos empresários de vender seu negócio e evitar a falência, ou então pedir concordata. As regras do mercado são muito claras: quando aumenta a oferta e a demanda diminui, os preços caem.

No decorrer do último ano, o volume de fusões e aquisições caiu cerca de 30% e hoje se encontra em menos de US\$ 3 trilhões (€ 2,15 trilhões) no mundo todo, segundo cálculos da consultoria Towers Perrin, cujas previsões para 2009 confirmam que o valor das operações cairá entre 25% e 30%.

Contudo, em meio à tempestade é que surgem as melhores oportunidades, principalmente para quem soube economizar durante os tempos de prosperidade. Embora o valor das fusões tenha caído, o mesmo não aconteceu com seu volume, que aumentou. Se 2007 foi o ano das grandes operações multimilionárias, com operações históricas na casa dos cinco dígitos, 2008 e 2009 passarão à história por lançarem a moda das fusões expressas. A busca de barganhas impõe a redução do tempo de reflexão e de análise. Em vez dos 142 dias, em média, necessários há dois anos desde o anúncio da operação até a conclusão da aquisição, agora os contratos são fechados em menos de 80 dias, conforme relatório elaborado pela Towers Perrin e pela escola de negócios London Cass.

"Quem busca pechinchas vai encontrá-las", garante Tony Gennaoui, sócio-diretor da empresa de consultoria. Ele adverte, porém, sobre o risco de se tomar decisões apressadas, já que onde se ganhou mais tempo foi no setor de due diligence, que faz uma radiografia completa da situação da empresa. O perigo é que, no fim das contas, as empresas adquiridas, e que se achavam à beira da falência, apresentem algum "defeito de fábrica" que poderia vir a dificultar a viabilidade do novo grupo no futuro. Mesmo assim, a rentabilidade obtida com essas operações parece compensar os riscos. Assim como nos ciclos econômicos, as fusões também ocorrem em ondas. Nas últimas três décadas, houve três picos de atividades: 1989, 1998 e 2007, isto é, um a cada dez anos.

De acordo com o relatório da Towers Perrin, e descontando o efeito do ciclo mais recente, a rentabilidade das operações realizadas no ponto mais decisivo desses ciclos foi 0,2% inferior ao comportamento geral do mercado. Para os infelizes que decidiram comprar um ano antes de o ciclo alcançar o ponto mais alto da onda, o rendimento também foi negativo em 2%. Contudo, as estatísticas mostram que o ano seguinte a um exercício de transações de grande valor, que normalmente coincide com o início de uma recessão econômica, a rentabilidade dessa movimentação é, em média, 5,4% superior ao comportamento geral do mercado, o que poderá fazer de 2009 um ano em que haverá mais geração de valor para os acionistas, já que os preços iniciais de compra serão menores.

Além do tempo requerido para a execução das operações, outra diferença das fusões expressas em relação às fusões tradicionais diz respeito ao montante das operações realizadas, que não ultrapassam US\$ 2 bilhões (€ 1,4 bilhões) se comparadas às aquisições de cinco dígitos. "É mais fácil digerir um rato do que um elefante" e, principalmente, quando há o risco de adquirir ativos tóxicos, explica Gennaoui, para quem "é recomendável deixar uma margem para as contingências, que com certeza haverá." Contudo, a precária avaliação dos riscos contábeis não é a causa principal do fracasso dessas fusões, e sim o dimensionamento incorreto do projeto, principalmente em empresas industriais, onde as incertezas relativas ao seu balanço são menores.

Para tirar o máximo proveito da fusão expressa, Gennaoui diz que não se pode perder de vista três aspectos fundamentais durante os cem primeiros dias: administração de pessoal, que consiste em identificar os melhores profissionais, remunerando-os à altura e incentivando-os a se comprometerem com a operação; difusão da estratégia adotada e esclarecimento dos passos a serem tomados; avaliação dos riscos financeiros (planos de pensão etc.), já que se não houve tempo para análise antes de concluída a compra, é preciso fazê-lo imediatamente depois de feita a aquisição.

FALTA de liquidez coloca em xeque as empresas de private equity e promove fusões expressas. **Wharton/Universia Knowledge**, fev. 2009. Disponível em: <<http://wharton.universia.net>>. Acesso em 5 fev. 2009.

A utilização deste artigo é exclusiva para fins educacionais