

Análise de Empresas para Aquisição

Leia o texto e resolva o caso em anexo. Os dados das empresas em questão estão disponíveis na mesma tarefa no Unasp Virtual para download.

EXAME.COM

Fundos | 02/10/2013 08:00

Para o Carlyle, foi fácil investir no Brasil. Já lucrar ...

O fundo americano Carlyle investiu 2 bilhões de dólares na compra de empresas ligadas ao setor de consumo. O início foi promissor — mas os tempos do dinheiro fácil estão ficando para trás

Ana Luiza Leal, de **EXAME**

São Paulo - Comprar ações de empresas de setores ligados ao poder de **consumo** da classe média foi, nos últimos anos, a forma mais fácil de ganhar dinheiro no Brasil. Varejistas, universidades, empresas de saúde e fabricantes de bens de consumo deram retornos espetaculares a seus acionistas de 2009 a 2012.

Era natural que fundos de private equity adotassem estratégia semelhante — mas comprando, em vez de ações, empresas inteiras. Todos os grandes fundos em atuação no Brasil fizeram suas apostas no consumo. Mas nenhum de forma tão dramática quanto o americano **Carlyle**, terceiro maior do mundo, com 180 bilhões de dólares investidos em mais de 200 empresas.

Entre 2008 e hoje, o Carlyle foi o fundo que mais investiu no Brasil. E o que chamou atenção foi a volúpia com que procurou companhias de consumo. Foram 2 bilhões de dólares investidos em empresas como a operadora de turismo **CVC**, a fabricante de meias Scalina, a administradora de planos de saúde **Qualicorp**, as varejistas de brinquedos **Ri Happy** e **PBKids** e a rede de móveis **Tok&Stok**.

Se o Brasil seguisse, indefinidamente, a trajetória iniciada em 2009, seriam investimentos com retorno líquido e certo. Mas o Brasil mudou. Hoje, o Carlyle é dono de quatro grandes empresas de consumo — e o consumo, em tempos de inflação alta e economia estagnada, está caindo.

Fundos como o Carlyle vivem de comprar e vender empresas, de preferência no menor espaço de tempo possível. Quando tudo dá certo, a administração dos gestores melhora os resultados das companhias, seu valor de mercado sobe, e elas, no fim do processo, encontram uma fila de compradores interessados e são vendidas com um belo lucro.

Qualquer falha nesse meio-tempo atrapalha tudo. No caso do Carlyle, há um sucesso incontestável — a Qualicorp. O fundo comprou o controle da empresa por 1,1 bilhão de reais em julho de 2010 e, ao fim de dois anos, com a venda das ações na bolsa, havia lucrado 1,1 bilhão de reais. Mas, com o desaquecimento da economia, tem sido impossível repetir o sucesso.

“É claro que eu preferiria que tivesse fila de gente comprando nas lojas em que investi, mas as perspectivas são boas. Quem investiu em petróleo se deu pior”, diz Fernando Borges, principal executivo do Carlyle no Brasil, numa referência pouco sutil à concorrente **GP**, que investiu 1,4 bilhão de dólares na combatida empresa de petróleo San Antonio.

Certa arrogância faz parte do DNA dos fundos de private equity, aqui ou lá fora. Afinal, a coisa toda gira em torno da percepção de que um grupo de financistas pode tocar qualquer empresa melhor do que seu

fundador — o que frequentemente se confirma. No caso do Carlyle, o desentendimento com os fundadores custou caro em ao menos uma empresa, a Scalina, fabricante das meias Trifil.

A empresa crescia 20% ao ano até ser comprada, em 2010. O Carlyle quis mudar tudo e elaborou uma estratégia de aquisições, mas nenhuma saiu do papel. A meta era triplicar a receita, chegar a 1 bilhão de reais em vendas e ir à bolsa em 2014. O primeiro presidente ficou nove meses no cargo. O segundo, Luis Delfim, ex-Coca-Cola Guararapes, já perdeu cinco diretores.

Como as trocas não param e a meta parece cada vez mais distante, os irmãos fundadores, Bruno e Ronaldo Heilberg, hoje conselheiros, voltaram a dar palpites na operação. Por isso, vivem em conflito com os executivos e o Carlyle. A Scalina encolheu e passou a dar prejuízo.

“Entender as particularidades do mercado demorou mais do que o fundo e os executivos esperavam”, diz Luis Delfim, presidente da Scalina.

Se a Qualicorp é o sucesso e a Scalina, o fracasso, três grandes investimentos do Carlyle em consumo — Ri Happy, CVC e Tok&Stok — são cercados de dúvidas. Como o fundo tem de dar retorno aos investidores em dólar, a desvalorização do real cria problemas. Com exceção da Tok&Stok, todos os negócios do fundo foram fechados com o dólar na faixa de 1,70 real.

No caso da Tok&Stok, o dólar valia 2 reais — a expectativa é que a moeda feche o ano valendo 2,38 reais. “Perdi dinheiro por causa do dólar, mas prefiro ver o lado positivo. O câmbio de agora nos dá vantagem para comprar novas empresas”, diz Borges. Acredita-se que o Carlyle ainda tenha 500 milhões de dólares para investir até o fim de 2015.

O mau humor global em relação ao Brasil atrapalha. Apenas seis empresas abriram o capital na Bovespa em 2013. A CVC bem que tentou nos últimos dois anos, mas bateu na trave em função do mau momento do mercado. A experiência mostra como acertar a hora de sair é importante.

Depois da abertura de capital fracassada, a CVC começou a sofrer com a alta do dólar e a freada econômica. No ano passado, o lucro caiu 82%, para 20 milhões de reais, e a receita cresceu apenas 5%, um quarto do ritmo pré-Carlyle. Em março, a CVC contratou seu terceiro presidente em quatro anos, Luiz Eduardo Falco, ex-Oi. O processo de abertura de capital deve ser retomado em outubro.

O trauma da Scalina levou o Carlyle a preparar com mais cuidado a transição de outras empresas, levando em consideração a experiência dos fundadores, como nas varejistas Ri Happy e Tok&Stok. Na Ri Happy, o atual presidente, Héctor Nuñez (ex-Walmart), ficou um ano como consultor ao lado do fundador, Ricardo Sayon, até ser oficializado no cargo.

Na Tok&Stok, foi decidido que a fundadora, Ghislaine Dubrule, segue na presidência até a abertura de capital. Fundos de private equity não precisam acertar todas. O sucesso em alguns negócios compensa o fracasso em outros. É possível que o Carlyle ganhe dinheiro com seus investimentos em consumo. Mas fácil não vai ser.

Conforme o texto lido, os fundos *private equity* são especializados em adquirir empresas não listadas na bolsa de valores que estejam em um mercado promissor, mas que não estejam financeiramente saudáveis ou sejam mal administradas.

Um fundo *private equity* alcança lucros ao comprar essas empresas com dificuldades, trabalhar para sua recuperação e vender suas ações, total ou parcialmente, por um valor superior ao de aquisição. A diferença de um fundo comum de investimento é que esses fundos participam da administração das empresas adquiridas e com isso influenciam diretamente na sua recuperação.

O ponto nevrálgico para que esses fundos tenham lucro é o critério de escolha de compra. Escolher a empresa certa e pagar o preço correto por ela é fundamental para que alcancem seus objetivos o quanto antes. Por essa razão, a análise e a interpretação das demonstrações contábeis é uma das disciplinas-chave para a tomada de decisão. Os analistas consideram a estrutura de capital, rentabilidade, liquidez, além de estrutura administrativa, prospecção mercadológica, entre outros.

A empresa DPI, interessada em investir em fundos *private equity*, está em processo de análise para decidir em qual das empresas investir: Lojas Americanas ou Lojas Renner. Como precisa de ajuda especializada, contratou sua equipe para ajudá-la. Sua equipe precisa responder as seguintes perguntas:

- 1) Qual empresa está em melhores condições financeiras?
- 2) Qual empresa está em melhores condições econômicas?
- 3) Tendo em vista a estratégia de ganhos de um *Private Equity*, qual empresa deveria ser adquirida?

1.1 Informações Adicionais

- A empresa DPI assinará um contrato de 4 anos com a empresa escolhida
- A empresa DPI participará ativamente na gestão da empresa, inclusive na tomada de decisões estratégicas
- Para investimento do tipo *private equity*, é importante considerar a situação financeira e econômica da empresa bem como sua situação atual no mercado.