

4 Estudo de Caso

4.1

O Processo de Aquisição da Agip do Brasil

Visando expandir suas atividades no segmento de GLP, a Petrobras adquiriu todos os ativos da Agip do Brasil neste segmento, além de ativos nos segmentos de combustíveis e lubrificantes.

O principal produto de interesse da Petrobras na Agip é o GLP (gás liquefeito de petróleo), também conhecido como o gás de cozinha, que, segundo reportagem divulgada na Revista da Petrobras em agosto de 2004, é definido da seguinte forma: “O gás liquefeito de petróleo tem a mesma origem do gás natural, ou seja, o poço de petróleo. A diferença é que o gás natural, composto de metano e etano, é mais leve. O GLP é composto por propano e butano. Por ser mais pesado, o GLP pode ser liquefeito com menos pressão e, portanto, é mais facilmente acondicionado em botijões (ocupando menos volume). Um botijão pesa 13 kg, custa em média R\$ 30,00 e pode suprir o consumo de uma família por 40 dias.”

Existe ainda uma diferença de preço atribuída ao uso do GLP, dependendo de como GLP é envasado e utilizado. O GLP para uso comercial é mais caro que o GLP utilizado para fins residenciais. Esta diferenciação é controlada pelo governo federal e visa retratar sua preocupação social com o produto.

Mesmo em países onde não há controle nos preços por parte do governo local, os próprios comercializadores já praticam esta diferenciação, devido a questões ligadas ao equilíbrio de mercado.

A aquisição da Agip do Brasil pela Petrobras será analisada do ponto de vista do processo de avaliação proposto na aquisição, de maneira a identificar pontos alinhados e aspectos destoantes da metodologia apresentada.

A análise realizada tem como objetivo destacar os principais pontos do processo, identificando possíveis benefícios e prejuízos pela não aplicação da proposta de avaliação apresentada.

Segue abaixo, breve descrição dos ativos envolvidos na negociação de aquisição e de características das empresas envolvidas que podem ajudar no entendimento do processo.

4.2

AGIP do Brasil S.A.

A Agip do Brasil, atua no Brasil em três diferentes segmentos: distribuição de combustíveis, distribuição de GLP (Gás Liquefeito de Petróleo) e na venda de lubrificantes, além de contar com uma equipe de cerca de 4.000 empregados.

Controlada pela empresa italiana ENI, os ativos negociados pela Agip possuem as seguintes características, segundo comunicado institucional divulgado pela Petrobras, em agosto de 2004, após concretização da operação (Dados referentes a dezembro de 2003):

4.2.1

Ativos no Segmento de Gás Liquefeito de Petróleo

- 28 Unidades de Engarrafamento;
- 28 Depósitos Comerciais;
- Marcas Liquigás, Tropigás e Novogás, responsáveis pelo atendimento a mais de 35 milhões de consumidores finais, através de uma rede de 5 mil revendedores; Atende um mercado onde não há gás encanado (maior parte de baixa renda);
- Fatia correspondente a 21,4% do mercado de GLP no Brasil, sendo a 3ª maior distribuidora do Brasil;
- Faturamento de R\$ 2,5 bilhões no segmento.

4.2.2

Ativos no Segmento de Lubrificantes

- Contratos sobre os direitos de comercialização dos lubrificantes Petrobras em mais de 5 mil pontos de revenda, atualmente usados para a comercialização de lubrificantes Agip;
- 3,7% de participação no mercado do Brasil;
- Faturamento de R\$ 72 milhões no segmento de Lubrificantes.

4.2.3

Ativos no Segmento de Combustíveis

- Contratos referentes a uma rede de aproximadamente 1.550 postos de revenda, distribuídos por 10 estados brasileiros (SP, MG, RJ, MT, MS, TO, GO, PR, SC e RS);
- 9 bases próprias de distribuição;
- 11 participações em *pools* de distribuição;
- Tancagem de 100 mil metros cúbicos;
- Marcas: Ipê, Companhia São Paulo, Hora Extra e Shop Bar;
- Faturamento de R\$ 3 bilhões no segmento de combustíveis.

4.3

Petrobras

Os ativos de distribuição da Petrobras *Holding* estão sob o comando de sua subsidiária integral, a Petrobras Distribuidora, também conhecida por BR distribuidora, ou simplesmente BR. Podem ser destacados os seguintes aspectos quanto à estrutura da empresa:

- Possui 6.785 postos de combustíveis;
- Possui 0,4% do mercado de distribuição de GLP;
- Possui cerca de 30% do mercado de distribuição de combustíveis;
- Possui o monopólio do transporte de GLP às distribuidoras, fornecendo gás para todas as distribuidoras de gás que atuam no país;
- Produz 98% do GLP distribuído no Brasil;
- Única produtora de GLP no Brasil;
- Maior importadora de GLP do Brasil;

Uma vez descritos os ativos envolvidos na negociação, a fase que segue procurará descrever como se deu o processo de aquisição da Agip do Brasil pela Petrobras, segundo informações disponibilizadas em comunicados oficiais emitidos pela empresa, notícias de jornal e de entrevistas com os coordenadores do processo dentro da Petrobras Distribuidora e Petrobras *Holding*.

4.4

Avaliações Preliminares

O processo de aquisição da Agip do Brasil pela Petrobras teve início em 2000, onde na unidade de Novos Negócio da Companhia, foi desenvolvido um estudo sobre a inserção da Petrobras Distribuidora no segmento de GLP no Brasil.

A partir deste estudo, que englobou a análise de viabilidade técnica e econômico-financeira da promoção do crescimento da Companhia no setor, duas principais vertentes foram consideradas nas análises: o crescimento orgânico (*green field*) e a aquisição.

A primeira opção, crescer organicamente, significa promover a expansão através da realização de investimentos no mercado quase que insignificante possuído até então pela Companhia. Esta filosofia engloba a construção da infraestrutura necessária para o atendimento de um mercado que deve ser conquistado paulatinamente, tomando participação de um mercado restrito e com alguns *players* já estabelecidos. Assim, uma vez já constatado um encolhimento do consumo, o desenvolvimento do mercado da Petrobras implicaria, necessariamente, na redução do *marketshare* de seus concorrentes neste segmento.

A segunda opção, representada pela aquisição de uma empresa já estabelecida no mercado, representaria um salto na participação de mercado atual da Companhia, permitindo rápido acesso ao mercado de interesse.

A opção que se mostrou mais atraente para inserção no segmento de GLP no Brasil foi a aquisição de uma empresa já estabelecida no mercado. Esta escolha evita possíveis conflitos de interesses que poderiam surgir num crescimento orgânico da Companhia, uma vez que os concorrentes neste segmento são seus clientes na venda de GLP. Esta opção também diminui o tempo de maturação entre o investimento e o desenvolvimento de um *marketshare* representativo.

Um dos pontos destacados como fundamental para o sucesso da operação foi um bom assessoramento por parte de um banco com larga experiência na avaliação de aquisições. Assim, em todas as fases de estudos, sempre houve, pelo menos uma consultoria caminhando conjuntamente com a Petrobras no processo.

Ao término do estudo que levou a Petrobras a decidir por uma aquisição, no início do ano de 2001, começaram a aparecer oportunidades de compra

disponíveis no mercado. Algumas empresas já estabelecidas no mercado decidiram por desfazer-se de suas participações em ativos neste segmento, abrindo assim um grande leque de oportunidades e alternativas para investidores interessados.

No início de 2001, foi ofertada à Petrobras participação de 51% na Supergasbras pela família Lemos de Moraes. A holandesa SHV, detentora dos outros 49%, previamente adquiridos da mesma família, acabou por comprar o restante desta participação, detendo hoje a totalidade das ações da distribuidora. Mais tarde, a própria SHV procurou a Petrobras para propor participação no negócio. Mas esta linha de negociação não foi muito bem aceita pela estatal, pois a possibilidade de participação conjunta no controle não interessava a Companhia, sendo, portanto, a oportunidade descartada.

Uma segunda alternativa analisada foi a aquisição da Servgas, logo também descartada, por não atender aos interesses da Companhia, uma vez que possuía participação residual de cerca de 2% do mercado, não alterando muito a situação em que a Companhia se encontrava, com apenas 0,4% de participação no mercado.

Uma terceira Companhia analisada, e que também não culminou no fechamento do negócio, foi a Copagas, detentora de 7% de marketshare. As causas da não realização deste negócio foram negociais, onde a Petrobras e a empresa não conseguiram alcançar um consenso.

A Shellgas, última empresa analisada antes da Agip, detinha 4,3% do mercado. Nesta negociação, o preço oferecido pela Petrobras ficou aquém das expectativas da empresa, inviabilizando o negócio. A Ultragas acabou por adquirir a participação da Shell no segmento.

Finalmente, em julho de 2003, a empresa italiana ENI, interessada em se adequar ao planejamento estratégico estabelecido pelos seus controladores, que procuravam voltar seu foco para Europa, colocou seus ativos não europeus à venda. Assim, de maneira a liquidar suas participações na América Latina (Argentina, Equador e Brasil), a ENI, detentora dos ativos da Agip do Brasil procurou a Petrobras para oferecer parte destes ativos.

Os trabalhos de negociação levaram cerca de um ano, tendo início em julho de 2003, quando da procura da Petrobras pela ENI, até a aprovação final da operação pela Diretoria Executiva da Petrobras em junho de 2004. Nesta data, a alta gerência da Petrobras autorizou o pagamento de US\$ 450 milhões pela aquisição da totalidade dos ativos da Agip do Brasil, ou seja, 100% das ações ordinárias e representativas da totalidade do capital social da Agip do

Brasil S.A. A operação inclui também a aquisição, por outra subsidiária da Petrobras, da dívida da Agip do Brasil com sua controladora ENI B.V. O valor estipulado foi ainda ajustado com base no balanço relativo ao fechamento do negócio.

Ao oficializar a aquisição para o mercado, apesar não ter atuado no segmento de GLP de forma representativa até então, a Petrobras já havia adquirido larga expertise devido às diversas análises realizadas e não resultantes em aquisição. Assim, apesar de ser um novo player no mercado de distribuição, a Petrobras possuía um profundo conhecimento deste segmento.

4.5

Descrição do Processo de Aquisição

Uma das estratégias explicitadas no Plano Estratégico 2015, recentemente divulgado pela Companhia, a Petrobras assim descreve sua meta para o segmento de distribuição: “Agregar valor ao Sistema Petrobras, a partir da liderança em todos os segmentos do mercado consumidor com a oferta de novos produtos, serviços e soluções inovadoras, assegurando a preferência pela marca”.

Assim, a procura por uma empresa atuante no segmento de GLP está amparada no planejamento estratégico da Companhia, onde se estabelece a busca pela liderança em um mercado, até então, muito pouco explorado pela Companhia.

A aquisição contribui para alcance de objetivo estabelecido no Planejamento Estratégico da Petrobras para sua subsidiária Petrobras Distribuidora, não apenas na ampliação da participação no segmento de distribuição de GLP, mas também na consolidação de sua presença no mercado de distribuição de combustíveis automotivos nas regiões sul, sudeste e centro-oeste do país.

A aquisição representa a inserção da Petrobras, através da Petrobras Distribuidora, em um dos poucos segmentos onde a participação da Petrobras era residual quando comparada com o percentual de mercado na distribuição de todos os demais segmentos onde atua. Além de estar também alinhada com a procura de novas oportunidades no setor, conforme destacado no planejamento estratégico.

O planejamento estratégico foi, provavelmente, influenciado por um antigo desejo da Companhia, que vinha sendo amadurecido há quatro anos, desde os

estudos iniciais para entrada neste segmento. Mas este é um sonho mais antigo da Petrobras que, desde os anos 70, nutria esperanças de entrar com força no mercado de GLP. O produto era o único ainda não distribuído em larga escala por sua distribuidora. A Companhia detinha, até a aquisição, apenas 0,4% do mercado.

A aquisição de uma empresa no segmento de GLP contribui para uma maior verticalização da Companhia, à semelhança das grandes petroleiras internacionais. Esta estratégia, permite à Petrobras marcar presença em segmentos que agreguem valor aos insumos produzidos, agregando valor à Companhia e aos seus acionistas.

A aquisição criaria a única empresa totalmente verticalizada atuando neste segmento no país, operando desde a produção à venda de gás liquefeito de cozinha.

Assim como apreendido da visão da Petrobras para 2015: “A Petrobras será uma empresa integrada de energia com forte presença internacional e líder na América Latina, atuando com foco na rentabilidade e na responsabilidade social e ambiental”, além da entrada em um mercado lucrativo, a aquisição de uma empresa atuante no segmento de distribuição de GLP vem de encontro ao aspecto da responsabilidade social, destacado na visão da Companhia.

A preocupação social sempre esteve presente na Companhia nos anos mais recentes, mas vem ganhando força com a atual gestão, por estar alinhada com as principais diretrizes estipuladas pelo governo federal para gestão do país.

Neste sentido, a aquisição de uma empresa neste segmento contribui para impedir a concentração de um mercado vital para a população, evitando possíveis prejuízos aos consumidores mais carentes, dependentes do produto. Além de se enquadrar dentro das estratégias de negócio e visão da Companhia, a inserção neste mercado também representa uma forma de escoar a produção de GLP no país.

Uma vez aprovada pela Diretoria Executiva da Petrobras autorização em entrar no mercado de GLP, começaram a surgir oportunidades. Empresas que estavam atuando no mercado decidiram vender sua participação na distribuição de GLP no Brasil. Esta coincidência se deu por razões diversas, como o encolhimento do mercado (o mercado de GLP encolheu de 7 para 6,1 milhões de toneladas nos últimos 3 anos), abertura do setor e a redefinição das estratégias empresariais.

Ao optar por deixar o mercado, as empresas, quase que invariavelmente, procuram a Petrobras para negociar, pois sabem que é uma empresa que tem interesse em áreas de atuação do setor de óleo e gás, além de possuir recursos financeiros suficientes para realizar a maioria dos negócios propostos.

Devido ao seu posicionamento hegemônico sobre o mercado brasileiro, diferentemente da maioria das empresas, a Petrobras recebe mensalmente um elevado número de propostas de participações e compra de ativos. Da definição de entrada no mercado de GLP, no início de 2001 à aquisição da Agip, em meados de 2004, cinco diferentes oportunidades de negócios foram analisadas neste segmento.

A escolha da Agip do Brasil se deu por seu posicionamento mercadológico alinhado com os interesses de expansão da Companhia, e por apresentar situação econômico-financeira que a habilitava a entrar no sistema Petrobras. E como informado oficialmente: “A aquisição da Agip não somente atende ao objetivo de integração completa da cadeia de distribuição, como demonstra responsabilidade social da Companhia, evitando uma maior possibilidade de concentração no mercado de GLP, um bem essencial, voltado para as camadas da sociedade de baixa renda e de reduzido poder de barganha.”

Vale destacar ainda que a Agip é uma empresa de excelência no segmento, eleita como a número 1 pela revista Exame no ramo de serviços públicos, em sua última edição.

Os motivos que levaram a uma readequação estratégica da ENI ao tomar a decisão de se desfazer de seus ativos na América do Sul pode ser atribuída ao péssimo resultado da empresa no segmento de distribuição nesta área. A empresa volta agora seu foco de atuação para a Europa.

A Petrobras adquiriu a totalidade de ativos da ENI no Brasil, apesar de estar interessada inicialmente apenas na parcela relativa ao GLP. Entretanto, acabou por adquirir não apenas ativos em sua área de interesse inicial, como também nos segmentos de lubrificantes e combustíveis. Um fato curioso é que as receitas relativas ao segmento de distribuição de combustíveis, em 2003, superavam as receitas provenientes do segmento de GLP em R\$ 500 milhões. Com a aquisição da Agip, o número de postos de combustíveis da Petrobras Distribuidora aumentou cerca de 23% no país. Apesar desta relação, as margens fornecidas pela distribuição do GLP são muito superiores às margens praticada no segmento de combustíveis. Este fato implicou em uma participação de mais de 80% do valor pago pela aquisição ser devido aos ativos relacionados aos ativos de GLP.

A aquisição de um conjunto muito elevado de ativos fora da área inicial de interesse, o GLP, pode ser explicado pela urgência na saída da ENI do país. Caso fosse proposto uma divisão dos ativos, a negociação poderia ficar prejudicada, chegando a comprometer a transação. Desta maneira, a Petrobras preferiu não negociar este tipo de questão, e adquirir a totalidade de ativos da ENI, priorizando o interesse da empresa italiana.

Vale destacar que, no segmento de combustíveis, o valor da distribuidora está intimamente associado aos contratos que a distribuidora possui com os postos de revenda. Quanto mais fortes os contratos entre distribuidores e revendedores, mais robusto o valor da distribuidora.

As negociações para aquisição duraram cerca de 1 ano e envolveram cerca de 120 profissionais, entre funcionários da Petrobras Holding, Petrobras Distribuidora, consultorias e Bancos contratados e na etapa de avaliação das informações disponibilizadas pela empresa.

A análise do segmento mostra um mercado bastante equilibrado sob o ponto de vista de *marketshare*. À época dos estudos de aquisição, a Agip do Brasil era a possuidora do maior mercado consumidor. Após a aquisição da Shellgas pela Ultragas e da Supergasbras pela SHV, a antiga Agip, hoje Liquigas, ocupa o terceiro lugar. Atualmente, o mercado é assim dividido entre as quatro maiores distribuidoras:

- Ultragás (adquiriu a Shellgas): 24,3%;
- SHV (Minasgás e Supergasbras): 23,6%;
- Liquigas (Antiga Agip): 21,6%;
- Nacional Gás Butano: 19,1%.

Além de Bancos e pessoal das companhias envolvidas, consultorias especializadas foram contratadas para identificar a existência de possíveis passivos ambientais, trabalhistas e judiciais. Estes valores, se encontrados, seriam considerados no modelo econômico utilizado na avaliação. Durante os trabalhos de pesquisa, nenhum destes itens foram identificados.

Para a avaliação, foram consideradas as premissas corporativas utilizadas pela Petrobras Holding na análise de seus projetos de investimentos, o know-how econômico-financeiro do banco que deu suporte à operação, e o conhecimento técnico dos profissionais da Petrobras Distribuidora, fundamental na identificação de contingências, e quantificação das avaliações necessárias.

A avaliação se deu em duas etapas. Numa primeira fase, foi feita uma avaliação utilizando-se dados fornecidos pela ENI. Uma vez mostrado interesse e seriedade da Petrobras na realização do negócio, ao fazer uma proposta

compatível com os dados até então disponibilizados, a ENI assinou com a Petrobras um contrato de exclusividade. Este contrato determinava que as duas empresas estavam comprometidas a apenas negociar uma com a outra, desconsiderando quaisquer possíveis ofertas no segmento analisado, durante o período acordado (julho/2003 a dezembro/2003). Durante este período, foi disponibilizado um *data room*, onde a Petrobras tinha acesso a um conjunto de informações que lhe seria necessário para efetuar a análise.

Devido ao possível prejuízo na fase de avaliação financeira do negócio, causado pelo pouco tempo disponível para a obtenção das informações necessárias e restrições impostas, foram previstas cláusulas contratuais que obrigariam a ENI a ressarcir todo e qualquer passivo não avaliado a priori, mas identificado após a aquisição. De uma maneira geral, constatou-se que a avaliação foi extremamente conservadora.

Foram consideradas, para efeito de realização do fluxo de caixa, sinergias na entre a BR distribuidora e a Agip nas áreas operacionais e comerciais, principalmente no segmento de combustíveis.

Os empregados da antiga Agip do Brasil foram aproveitados em sua totalidade. Os funcionários alocados no segmento de combustíveis, continuaram a ser funcionários da Liquigas, mas foram cedidos para a Petrobras Distribuidora, uma vez que esta incorporou este segmento. Tratamento similar foi dado ao segmento de GLP. Funcionários da Petrobras Distribuidora foram cedidos à Liquigas, apesar oficialmente estarem ligados à distribuidora da Petrobras. Este artifício serviu para eliminar complicações jurídicas que poderiam advir de uma possível necessidade de equiparação de direitos trabalhistas entre os funcionários das duas companhias.

Investimentos incorridos e previstos, divulgados pela mídia, pela BR distribuidora em montantes equivalentes a R\$ 300 milhões e R\$ 400 milhões em 2004 e 2005 respectivamente para, em parte, substituir a marca Agip por BR nos postos de combustíveis foram considerados na análise econômica.

Não foi necessário provisionamento para implantação do programa de gestão integrada SAP R/3, já implantado nas duas empresas, assim como gastos com treinamento de funcionários. Entretanto, foram considerados gastos relativos à adequação da Agip aos padrões de segurança, meio ambiente e saúde (SMS) da Companhia.

Por ser uma empresa estatal, foram também considerados os impactos causados no super avit primário do país.

Quanto à governança corporativa da Liquigas, foi adotada pessoa jurídica independente, sendo uma subsidiária integral da Petrobras Distribuidora. Desta maneira, todos os direitos dos antigos funcionários da Agip foram mantidos, não havendo necessidade de alteração devido à aquisição.

Parte da alta gerência foi mantida e parte substituída por profissionais da própria Petrobras Distribuidora. Atualmente, o Conselho de Administração da Liquigas é composto pela diretoria da Petrobras Distribuidora.

Beneficiando-se de uma legislação específica brasileira sobre o imposto de renda, a Agip do Brasil, de maneira a fazer frente a suas obrigações e investimentos locais, captou empréstimos da ordem de US\$ 220 milhões com a ENI italiana, sobre os quais pagava juros sem a incidência de impostos de renda (concedido para empréstimos de período de 8 anos ou superior). Assim, mensalmente, a Agip enviava dinheiro para sua controladora no exterior livre de imposto de renda.

No processo de aquisição, a Petrobras equacionou a dívida de maneira a manter o benefício fiscal previamente obtido pela italiana ENI. Assim, uma subsidiária internacional do Sistema Petrobras, adquiriu a dívida da ENI, enquanto a Petrobras Distribuidora adquiriu os ativos da Agip no Brasil. Desta maneira, a dívida anteriormente detida pela Agip, tendo a ENI credora, transformou-se em dívida da BR com a Petrobras Holding. Este procedimento aumenta o valor da empresa para a Companhia, uma vez que há um fluxo de recursos proveniente da subsidiária para controladora isento de impostos.

Antes do término da aquisição, visando minimizar perdas de valor devido à transição de propriedade, um plano de integração foi estabelecido para ser desenvolvido pela Petrobras Distribuidora. Em 100 dias, a contar da data de aquisição, dia 9 de agosto de 2004.

Assim como explicado pelo coordenador, “foi formado o Escritório de Gestão Integrada, que reúne 18 grupos de trabalho, com empregados das duas empresas envolvidas (Petrobras Distribuidora e Agip do Brasil). Nesses grupos, as pessoas discutem como seria feita a integração, deliberando sobre o que deve permanecer em cada Companhia, identificando redundâncias, além de analisarem contratos e métodos de trabalho.”

Os três princípios que nortearam o processo de integração foram:

- evitar a descontinuidade de operação, para que não haja qualquer perda de valor da empresa;
- fazer o intercâmbio das melhores práticas, criando uma integração de culturas; e

- promover uma evolução cultural, identificando oportunidades de ganho de escala e ações necessárias para que as duas empresas trabalhem da melhor forma.

Ao final do período proposto, com um diagnóstico completo da empresa, um modelo de gestão foi proposto pelo Escritório de Gestão Integrada. Neste modelo, ficou definido que, na prática, a Sophia incorporaria a parcela de 0,4% de participação da Petrobras Distribuidora no mercado de gás, passando a se chamar Liquigas, enquanto a Petrobras Distribuidora absorveria o segmento de combustíveis e lubrificantes.

Apesar de ser a empresa de maior lucro da América Latina, a Petrobras possui um pequeno histórico em análises de aquisições. Estes processos têm se tornado cada vez mais comuns dentro da empresa desde a abertura do mercado de petróleo em 1997.

Assim, enxergando a necessidade de construir um processo de análise para as propostas de aquisição, a Companhia está, atualmente, desenvolvendo uma sistemática específica, que conta com forte participação das unidades de Novos Negócios das diversas áreas da Companhia.

Na prática, a Agip do Brasil, nomeada de Sophia durante o processo de análise, foi dividida após o processo de aquisição. A parte de GLP, que incorporou a pequena parcela do segmento detido pela Petrobras Distribuidora, foi renomeada de Liquigas, enquanto os segmentos de combustíveis e lubrificantes foram somado aos ativos já existentes da BR.

A razão do batismo em caráter provisório de Sophia para a Agip foi a manutenção do sigilo durante as diversas etapas de discussão e negociação do processo de negociação, tanto no âmbito interno quanto externo à Companhia.

O segmento de GLP adquirido foi considerado de excelente qualidade, segundo depoimento dos atuais gestores da Liquigas. No entanto, o segmento de combustíveis possui algumas características peculiares quando comparado com os atuais ativos da Petrobras Distribuidoras. Os postos adquiridos demonstram menor preocupação com questões de SMS, *lay out*, limpeza, entre outros, cativando menor fidelidade de seu clientes. Devido ao baixo investimento realizado nas instalações, possuem maiores margens.

Como o processo envolvia questões de interesse da Petrobras Holding e Petrobras Distribuidora, o processo teve coordenação conjunta pelas duas empresas. E durante o processo, a ENI sempre teve uma postura participativa, acompanhando de perto o trabalho de avaliação.

Do ponto de vista do estabelecimento de comunicação com a força de trabalho da Agip, foram emitidos comunicados tranquilizadores para os funcionários quanto à possibilidade de demissão ou quaisquer outros fatores que pudessem preocupar ou impactar a equipe. Está também sendo implantado um processo de difusão dos valores, missão e metas do Sistema Petrobras através de encontros do com o próprio presidente da Petrobras Distribuidora, para esclarecimentos de eventuais dúvidas. Este fato visa homogeneizar a percepção dos novos funcionários, integrando-os ao Sistema Petrobras.

O processo ainda está em fase final de avaliação pelo CADE, mas não deve encontrar problemas para sua aprovação. Alguns analistas levantam a hipótese de geração de prejuízo à livre concorrência, uma vez que a Petrobras é detentora de praticamente todo fornecimento de gás no Brasil. Atualmente, a Petrobras é a terceira maior distribuidora de GLP do Brasil, com 21,6% do mercado, além de importar e fornecer a totalidade de GLP distribuído.

A Companhia já se manifestou em declaração oficial dizendo que irá tratar a atual Liquigas em igual bases de direitos quando comparada com às concessionárias concorrentes na distribuição do GLP, não gerando qualquer prejuízo devido ao fornecimento de vantagens discriminatórias à empresa (à semelhança do que já ocorre no segmento de combustíveis).

Há ainda um grupo de críticos que define o movimento de aquisições da Petrobras como sendo uma onda de estatização da economia. Com a aquisição, o governo passa a ser detentor de mais mecanismos de controle sobre a economia. Esta atitude, justificam os críticos, provoca o enfraquecimento das agências reguladoras, que prezam pela manutenção do controle e da ordem de mercado.

A Petrobras desmente a afirmativa, alegando que a entrada em um segmento ainda pouco explorado pela empresa se justifica pelo fato de ser um mercado lucrativo e possuir um forte fundo de contribuição para impedir a concentração de um segmento fundamental para a população de baixa renda no Brasil.

Apesar de não possuir um histórico muito grande no desenvolvimento de aquisições, muitas possibilidades de negócio são analisadas pelas unidades de Novos Negócio da Companhia. Isto permite que, apesar da inexistência de uma sistemática formal para análise de aquisições, que a companhia tenha desenvolvido, mesmo que informalmente, uma análise adequada para a aquisição.

Este fato corrobora com a necessidade de desenvolvimento de uma sistemática que deve ser implantada e desenvolvida com forte participação das pessoas envolvidas no processo, sendo um documento dinâmico, com atualizações contínuas, incorporando procedimentos vislumbrados como “boas práticas”, quando da observação e experiência dos processos que já ocorreram. Com isso, quando o processo for coordenado por pessoas menos experientes em fusões e aquisições, elas terão um documento base que lhes servirão de guia durante a avaliação.

Foram destacados como pontos fundamentais para o sucesso da operação, a seriedade e transparência percebida ao longo das negociações e a dedicação e comprometimento da equipe com o projeto.

Sob a possibilidade implantação de uma sistemática para o processo, a coordenação do projeto destacou que, apesar de “engessar” um pouco a avaliação, a disciplina e transparência impostas pela sistematização tendem a minimizar os possíveis conflitos de interesses que possam existir, agregando valor ao processo.

4.6

Valoração Econômica por Opções Reais

Intuitivamente, a idéia de opções reais sempre esteve presente na análise econômica de projetos, mesmo que não com este nome. Muitas empresas aprovam projetos que são economicamente deficitários, mas que de alguma maneira vão, ou podem, trazer benefícios futuros para a Companhia. Estes benefícios são normalmente identificados como estratégicos para a Companhia. Estas possibilidade de ganhos não claramente identificadas numa análise tradicional da empresa por meio do cálculo de seu Valor Presente Líquido (VPL), hoje podem ser calculadas através de um conjunto de ferramentas que se baseiam na análise das opções contidas dentro do projeto. Através da adequada modelagem de opções reais, podemos capturar seus valores, e identificar com maior precisão o “valor estratégico” do projeto.

Historicamente, os métodos de avaliação têm evoluído no sentido de buscar mais informações que possam melhor subsidiar a tomada de decisão de investimento. Além do Fluxo de Caixa Descontado, o primeiro e mais antigo dos métodos de avaliação existente, empresas buscam fazer análises de sensibilidade sobre o resultado encontrado, identificando variáveis de maior impacto sobre o valor do projeto, além de realizar simulações com árvores de

decisões para melhor entender os possíveis caminhos que o projeto pode tomar durante sua vida econômica. Mais recentemente, as opções financeiras e a análise das opções reais começaram a fazer parte dos estudos de valoração. As ferramentas desenvolvidas durante este processo têm permitido ao gestor passar da postura de desconhecimento do risco envolvido na operação para uma postura pró-ativa, buscando analisar e administrar os riscos envolvidos.

Os métodos mais recentes somente estão se tornando viáveis devido ao desenvolvimento de meios computacionais necessários à utilização de metodologias mais sofisticadas.

Outro fator que também limita o rápido desenvolvimento e implementação destas novas técnicas de avaliação é sua complexidade. Quanto mais difícil de se entender um modelo, maior resistência de gerentes em sua implementação, e, portanto, menor aplicabilidade dentro das empresas.

O valor de uma opção em um projeto decorre do fato do decisor possuir um maior conjunto de informações, e poder utilizá-las, tornando o projeto mais flexível. Desta maneira, valores negativos previstos nos projetos podem ser eliminados ou minimizados, garantindo assim um maior ganho quando comparado à avaliação por VPL. Por este raciocínio, pode-se inferir que quanto maior o risco do projeto, ou seja, maior a variabilidade de possíveis cenários futuros alcançados, maior o valor da opção, uma vez que o valor negativo sempre será reduzido ou eliminado.

Desta maneira, a existência de uma flexibilidade que permita ao gestor alterar a possível gama de resultados futuros, irá conseqüentemente modificar o risco do projeto. Como cenários de resultados negativos são eliminados do projeto, o risco como um todo é reduzido. É exatamente esta assimetria nos retornos esperados que garante o valor para opção.

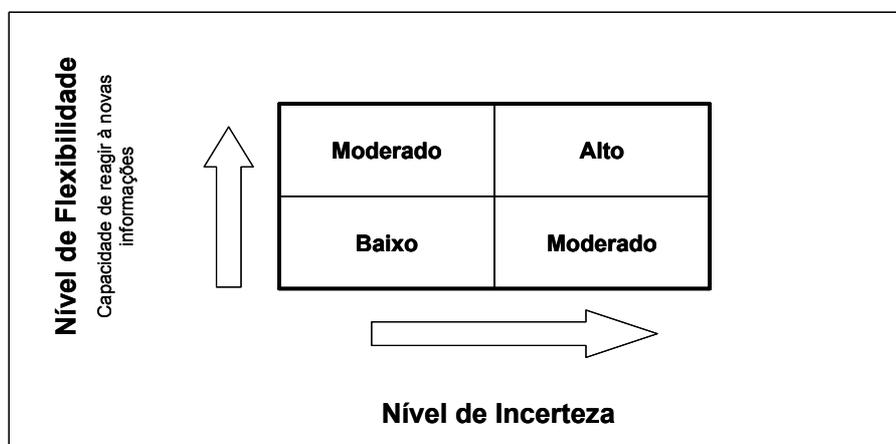


Figura 1 – Valor da Opção

O método das opções reais não substitui o cálculo do VPL. Os dois métodos são complementares, e podem e devem ser utilizados em conjunto na valoração de projetos. O valor de uma ou mais flexibilidades irá sempre ser adicionado ao valor do projeto. Assim, a avaliação por VPL fornecerá um valor que será no mínimo igual ou inferior ao valor do projeto com a flexibilidade.

Uma maneira simplificada de se calcular o valor de uma determinada flexibilidade pode ser obtida de forma incremental. Calcula-se o valor do projeto com a opção e subtrai-se do valor do projeto sem esta mesma opção. Desta maneira, obtém-se o valor adicionado pela flexibilidade existente.

Para se calcular o valor do projeto, pode-se modelar os resultados a partir de uma árvore binomial, onde o resultado do período seguinte será sempre o resultado do período anterior multiplicado por um determinado fator (que pode ser maior ou menor que 1, dependendo se o resultado irá melhorar ou piorar).

As opções, ou flexibilidades, que podem ser encontradas em projetos podem ser divididas em:

Expansão: quando a empresa tem o potencial de ampliar sua produção caso o mercado seja melhor que o esperado, permitindo capturar o potencial positivo do projeto. Este tipo de opção pode ser incluído no início do projeto por um determinado preço, deixando uma possibilidade de expansão futura. O custo de expansão é o exercício da opção.

Reativação: quando o projeto possui a flexibilidade de ser retomado após uma suspensão temporária, semelhante à opção de adiar o investimento. O custo de retomada do projeto é o preço de exercício desta opção.

Abandono: exercer esta opção significa eliminar todos os custos fixos em troca de um valor residual, ou valor de abandono. Podem ocorrer quando as condições de mercado pioram e o valor do projeto se torna menor que o valor de abandono. A existência desta opção elimina possíveis perdas futuras do projeto. Seu preço de exercício é o custo de abandono.

Contração: esta opção reduz o risco de perdas futuras. Caso o mercado piore, existe a possibilidade de reduzir o tamanho do negócio, reduzindo custo fixo da operação. O preço de exercício desta opção é o custo associado à contração.

Suspensão: esta opção é comum em negócios de exploração de recursos minerais e produtos de consumo, eliminando temporariamente possíveis perdas.

Substituição: existe quando a empresa possui produtos ou processos flexíveis que permite a substituição de insumos ou produtos, de maneira a se adequar melhor à necessidade do mercado. O preço de exercício é o custo da substituição.

Combinação de duas ou mais opções: ocorre quando duas ou mais opções existem simultaneamente em um projeto. Normalmente são de difícil interpretação, uma vez que as opções podem ser interdependentes e possuir interações complexas, não podendo se obter seus valores apenas pelo simples somatório.

De maneira simplificada, pode-se definir os passos necessários à resolução de um problema de opção real em quatro etapas:

4.6.1

Modelagem do Ativo Básico

Nesta primeira etapa, modela-se o ativo sem a existência da opção. Para esta fase, pode-se calcular o Valor do Presente do projeto (VP) através de um fluxo de caixa, utilizado nas avaliações tradicionais. Nesta modelagem, não devem ser considerados os investimentos. Para tanto, faz-se necessário conhecer todos os dados relacionados ao projeto, de maneira a montar o fluxo de caixa adequadamente.

Deve-se ainda realizar uma simulação Monte Carlo com o intuito de se obter dados necessários às próximas fases da resolução do cálculo da opção real. Uma vez as distribuições estando corretamente associadas às variáveis, pode-se inferir a volatilidade final do VP obtido, bem como sua média.

4.6.2

Criação do Modelo Binomial

Com a utilização de um software apropriado, pode-se modelar adequadamente os possíveis movimentos do valor do ativo no decorrer durante sua vida econômica. Para tanto, os dados necessários são: o valor do projeto e volatilidade deste valor (obtidos da primeira fase), e do valor das probabilidades neutras ao risco, que também podem ser obtidas a partir da volatilidade do valor presente do projeto.

Com estas informações, o movimento do valor do ativo pode ser simplificada representado por uma árvore binomial, também conhecida por árvore de evento (pois apenas descreve os possíveis movimentos do valor do projeto durante sua vida econômica), onde o valor em $(t+1)$ é dado pela multiplicação do valor do projeto no instante t pela probabilidade neutra ao risco (que pode ser maior que 1, probabilidade u , ou menor que 1, probabilidade d). Este procedimento deve se repetir tantas vezes quanto necessário para cobertura de todo período correspondente à vida útil do projeto.

Como ainda não são inseridas as opções nesta fase, o resultado da árvore aqui montada deve ser idêntico ao encontrado na fase anterior.

O método de simulação mais comumente utilizado é o Monte Carlo.

4.6.3

Modelagem das Opções Reais nos Projetos

Uma vez montada a árvore binomial que mapeia todos os possíveis caminhos tomados pelo projeto durante sua vida econômica, as opções encontradas no projeto devem ser modeladas e, somente então inseridas no modelo binomial montado na fase anterior. Isto feito, tem-se modelado o projeto de investimento, com suas opções reais embutidas, restando apenas a resolução da árvore binomial para se conhecer o resultado final. Esta nova árvore é também conhecida por árvore de decisão.

4.6.4

Resolução da Árvore Binomial

Ativando o comando adequado no programa que está sendo utilizado, pode-se finalmente obter o cálculo do valor do projeto com a opção, que, uma vez subtraído do VP do projeto, originalmente encontrado no primeiro passo deste método de resolução, gerará o valor da opção real.

Para o caso da aquisição da AGIP, os dados necessários para o cumprimento destas quatro etapas e o cálculo do valor da opção, são:

Dados	Forma de Cálculo	Valor
Custo de Capital	{ WACC }	11%
Taxa livre de Risco	{ r_f }	5%
Valor Presente do Projeto	{ VP }	US\$ 450 MM
Volatilidade do VP	{ σ }	32%
Probabilidade Neutra ao Risco	{ P } = { $[(1+r)-d] / [u-d]$ }	49,7%
Período de Tempo	{ t }	1 ano
Parâmetro u	{ u } = { $e^{[\sigma\sqrt{t}]}$ }	1,38
Parâmetro d	{ d } = { $1/u$ }	0,73

Quadro 4 - Inputs para o Cálculo do Valor da Opção

A probabilidade neutra ao risco pode ser calculada com o WACC substituindo o r_f . Para que não haja prejuízo no cálculo do valor da opção, o fluxo de valores da árvore binomial deve ser descontado sempre à mesma taxa utilizada para o cálculo da Probabilidade Neutra ao Risco. Neste caso, como utilizou-se o r_f para o cálculo da probabilidade neutra ao risco, o fluxo da árvore binomial foi descontado à r_f .

A partir da construção e resolução da árvore binomial seguindo as quatro etapas listadas acima, utilizando-se como *software* para modelagem o DPL, e inserindo uma opção de espera de 1 ano para a aquisição da AGIP chegamos à conclusão que o valor do projeto com a opção é de US\$ 42 milhões.

Assim, o valor da opção pode ser alcançado subtraindo-se o valor do projeto com a opção (US\$ 492 milhões) pelo valor do projeto sem a opção (US\$ 450 milhões), obtendo-se, portanto, um valor de US\$ 42 milhões para a opção de se aguardar por um ano para se definir sobre a aquisição da AGIP.