

ARRUMANDO A CASA: COMO SE PREPARAR PARA UM PROCESSO DE *DUE DILIGENCE*?

Publicação

Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital (ABVCAP)

Edição

Setembro 2015

Coordenação

Ângela Ximenes

Superintendente Executiva

Gabriela Sant'Anna

Assessora de Comunicação

Conteúdo

Deloitte Touche Tohmatsu

Aviso legal

Este documento não pode ser distribuído ou reproduzido sem a autorização da ABVCAP

 MENSAGEM DO PRESIDENTE

Antes de um gestor de fundos de private equity, venture ou seed capital efetivar qualquer investimento em uma empresa, independentemente de seu estágio de desenvolvimento, é feita uma análise detalhada da viabilidade do negócio, durante o processo de negociação.

Essa análise, ou investigação, avalia e mensura os riscos e as oportunidades do negócio, e é conhecida como due diligence. Trata-se de uma etapa fundamental, sem a qual não é possível concretizar uma operação de investimento. O empreendedor/empresário tem um papel fundamental nesse processo e precisa ter conhecimento da real situação da sua empresa ou seu negócio, pois ninguém melhor do que ele para apontar tanto seus pontos fortes quanto suas fragilidades, criando desde o início princípios sólidos de transparência para com seus futuros sócios.

Entender como se realiza essa investigação, quais áreas serão avaliadas, informações a serem corretamente prestadas, documentos a serem apresentados, para atender prontamente às solicitações dos investidores, pode reduzir o prazo e agilizar a conclusão das negociações. Os bons resultados de uma due diligence podem também impactar positivamente o valor de um negócio.

Pensando nisso, a ABVCAP uniu forças com a Deloitte nesta nova cartilha, que oferece uma visão detalhada do processo de due diligence, apresentando ao empreendedor, de maneira clara e objetiva, as várias etapas dessa análise, seus objetivos e resultados esperados.

A ideia desta cartilha é que o empreendedor compreenda que, com a casa arrumada, suas chances de sucesso serão bem maiores em um processo de captação de investimentos.

Fernando Cezar Dantas Borges
Presidente





MOTIVAÇÕES E DESAFIOS PARA PARTICIPAR DE TRANSAÇÕES DE AQUISIÇÕES DE PARTICIPAÇÕES OU FUSÕES DE PRIVATE EQUITY, SEED E VENTURE CAPITAL NA ATUAL CONJUNTURA DO MERCADO

Apesar dos altos e baixos da economia brasileira, as aquisições de participações envolvendo fundos de private equity, venture e seed capital, venda e fusões de empresas vêm crescendo em número de transações e em valores investidos nos últimos anos no Brasil, tanto por investidores nacionais quanto por estrangeiros.

Os objetivos das transações são os mais variados: ganho de escala e sinergias, diversificação regional, verticalização, eliminação de concorrentes, consolidação da indústria, transferência de tecnologia, entrada em um novo mercado ou investimentos temporários com o objetivo de retirada de dividendos e ganho de capital ao final de determinado período.

A venda de empresas ou a admissão de um parceiro podem ser motivadas, entre outros fatores, por problemas de sucessão, necessidade de capital ou restrições de acesso a linhas de crédito para crescimento, endividamento, perspectiva de permanência na empresa e aumento de dividendos por associação com uma organização com maior relevância no mercado, ou mesmo com um parceiro que propiciará capital para permitir o crescimento e expansão dos negócios.

Independentemente do motivador, a decisão por uma transação de aquisição, venda de participação ou fusão requer, por um lado, um processo preparatório da empresa a ser vendida, e por outro, análises de viabilidade do negócio pelo comprador, em um processo de negociação normalmente complexo.

QUAIS SÃO OS TIPOS DE INVESTIDORES?

Existem essencialmente dois tipos de investidores na aquisição de participações em empresas:

- Investidor estratégico: opera no mesmo segmento, ou semelhante, e tem interesse operacional na empresa com intuito de manter o investimento no longo prazo;
- Investidor financeiro: tem interesse financeiro de maximizar o retorno por meio da retirada de dividendos e ganho de capital na venda do investimento em curto e médio prazos. Este é também o caso dos fundos de private equity, venture e seed capital, ao adquirirem participação de uma empresa.

O QUE É UMA *DUE DILIGENCE* NAS OPERAÇÕES DE PRIVATE EQUITY, VENTURE E SEED CAPITAL?

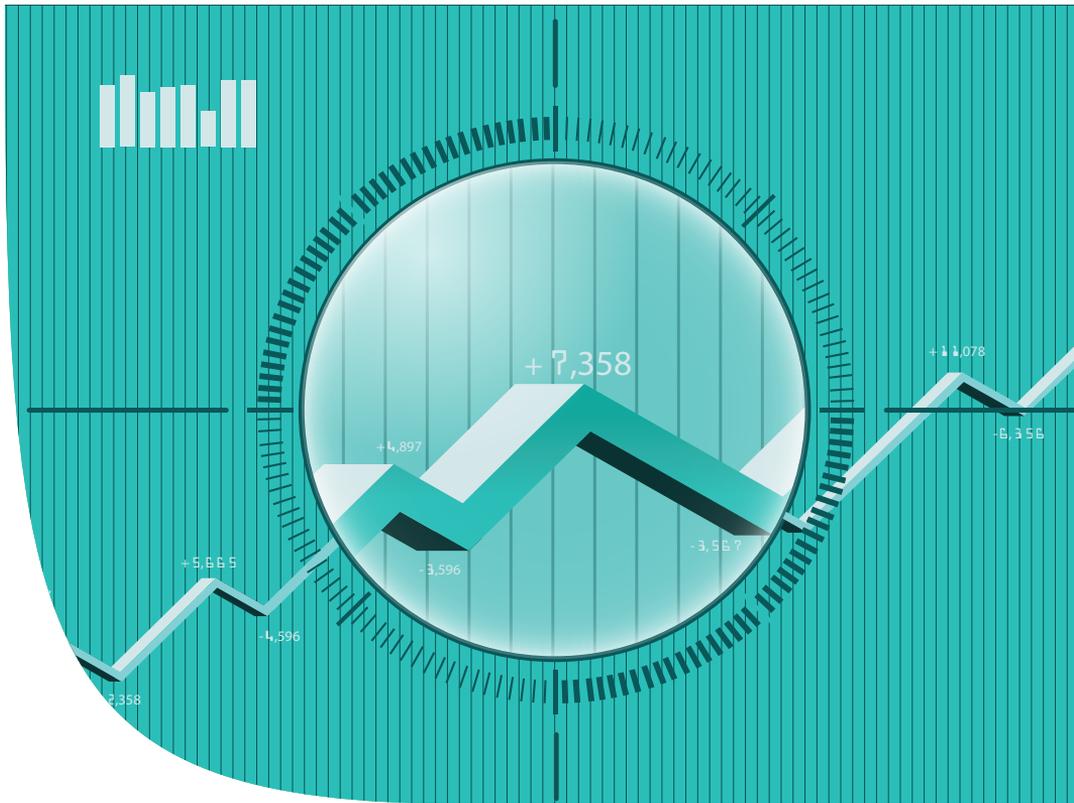
O processo de fusões e aquisições envolve três fases:

- Definição de Estratégia,
- Execução da Transação,
- Integração e Desinvestimento.

A *due diligence* é realizada durante a execução da transação e tem por objetivo reportar fatos que auxiliem as partes na negociação de preços e na definição de cláusulas contratuais no contrato de compra. Adicionalmente, o processo de *due diligence* pode identificar questões relevantes a serem endereçadas após a transação durante o processo de integração ou desinvestimento.

A *due diligence* é, portanto, conhecida como ferramenta indispensável à concretização desses negócios.

No entanto, a expressão *due diligence*, muitas vezes, não é compreendida corretamente, merecendo, mais do que traduzida, ser exemplificada para que se tenha um melhor entendimento do que se trata e seu principal objetivo.



De uma forma simplista, o processo de *due diligence* pode ser traduzido como investigação ou diagnóstico no contexto de fusões, aquisições, venda de negócios e de participações de empresas e implica a análise e a mensuração (quando possível) das principais oportunidades e riscos de um negócio, normalmente antes da conclusão de uma transação.

É por essa razão que tal procedimento deve ser adotado por todos os interessados na transação, seja para o vendedor estar preparado para os argumentos que a contraparte usará na análise do negócio, seja para que o investidor interessado em comprá-lo tenha uma mais adequada visão do contexto real em que a empresa alvo está inserida.

DUE DILIGENCE NÃO É AUDITORIA

Uma situação muito comum entre os empreendedores é pensar que, se sua empresa é auditada, não será necessário o processo de *due diligence* por parte do investidor. Para isso, vamos tentar explicar de forma simplificada as principais diferenças desses trabalhos.

O objetivo principal da auditoria contábil consiste em verificar se as demonstrações contábeis refletem adequadamente, em todos os aspectos relevantes, a situação patrimonial e financeira histórica das empresas, utilizando-se essencialmente de normas contábeis em um ambiente totalmente regulado.

Conforme mencionado, o processo de *due diligence* visa fornecer um melhor entendimento das oportunidades e riscos dos negócios por meio da análise histórica, porém com uma visão de geração de caixa futuro, com foco financeiro. Portanto, os objetivos de uma *due diligence* e de uma auditoria são bastante distintos.

Além disso, dado que os processos de negociação, bem como suas métricas, podem variar de forma significativa, quem define o que deve ser efetuado nos trabalhos de *due diligence* são os investidores (no caso de compra) ou vendedores (no caso de trabalhos de preparação para venda), de acordo com suas necessidades, enquanto a auditoria possui regulamentação e procedimentos de acordo com as normas de auditoria. Adicionalmente, ao passo que o relatório de auditoria é de uso público, o relatório de *due diligence* é endereçado e de uso exclusivo ao contratante do serviço.

Todavia, é importante frisar que, quando as informações financeiras dos negócios a serem transacionados são auditadas com emissão de parecer dos auditores sem ressalvas, a qualidade das informações a serem utilizadas no processo de *due diligence* normalmente tornam o processo mais rápido e eficiente.



A *DUE DILIGENCE* GARANTE QUE NÃO EXISTEM ERROS NAS INFORMAÇÕES ANALISADAS?

De acordo com as normas profissionais brasileiras, embora o processo de *due diligence* envolva a análise de diversas informações, os trabalhos não são desenvolvidos para detectar erros, intencionais ou não, nas informações prestadas pelos vendedores.

Normalmente, os contratos de compra e venda ou os acordos de investimento definem as responsabilidades pela adequação das informações prestadas nos processos de *due diligence*, bem como os impactos legais e financeiros no caso de informações prestadas incorretamente ou que induzam as análises a erro.

Apesar dessas cláusulas de proteção para o investidor o processo de *due diligence* deve ser o mais detalhado possível para se evitar um processo subsequente de disputa entre vendedores e compradores que de fato pode ser muito prejudicial ao negócio.

QUAIS AS PRINCIPAIS ÁREAS COBERTAS NA DUE DILIGENCE?

A fase de execução das transações, que inclui o *due diligence*, é um processo complexo e, normalmente, exige uma equipe multidisciplinar com experiência jurídica, operacional, financeira, tributária, trabalhista e comercial, entre outras. Por isso, dependendo da complexidade e da natureza do negócio existem diversas áreas que podem ou devem ser cobertas no processo de decisão de investimento, entre as quais exemplificamos a seguir:

- a) **Due Diligence Contábil e Financeira:** apuração do EBITDA (resultado ajustado para fins de precificação da empresa) recorrente e normalizado, análise da qualidade dos resultados e dos ativos, entendimento do capital de giro e do endividamento.
- b) **Due Diligence Tributária, Trabalhista e Previdenciária:** entendimento do nível de potenciais passivos contingentes decorrentes de interpretações agressivas ou controversas da legislação tributária, trabalhista e previdenciária.
- c) **Due Diligence Legal:** levantamento de dados abrangendo processos judiciais e administrativos, situação societária, certidões de diversas áreas e repartições e contratos com obrigações a vencer, entre outros itens.
- d) **Due Diligence Comercial:** entendimento sobre a atratividade do investimento sob o ponto de vista comercial, do mercado em que atua e das premissas adotadas para projeções de receita, bem como dos principais itens geradores de valor e identificação de barreiras ao crescimento.
- e) **Due Diligence Operacional:** entendimento sobre a capacidade operacional atual da empresa, gargalos operacionais, riscos e premissas (incluindo análise do plano proposto de melhoria de desempenho) que podem ocasionar barreiras operacionais ou necessidade de investimentos para garantir as projeções de crescimento. Pode incluir também avaliação de oportunidades de melhoria e sinergia após a transação.

- f) **Due Diligence Ambiental**: análise dos riscos ambientais, estimativa de custos de remediação, cumprimento das normas ambientais, entre outros aspectos.
- g) **Due Diligence de Tecnologia da Informação (TI)**: entendimento de como os processos críticos do negócio são suportados por sistemas, do desempenho da área de TI e de premissas e necessidades de investimento em tecnologia a longo prazo. Pode incluir também a avaliação dos esforços necessários para a integração de negócios, se aplicável.
- h) **Due Diligence de Recursos Humanos (RH)**: entendimento do cenário de plano de cargos e salários, bem como do ambiente de RH da empresa e de como os custos de funcionários deverão se comportar após a aquisição, visibilidade sobre as pessoas-chave que devem ser retidas e entendimento da política vigente de gestão de pessoas e esforços para integração ou mudança.
- i) **Due Diligence Atuarial**: identificação e mensuração de passivos atuariais de benefícios pós-emprego, revisão de provisões atuariais, revisão das provisões matemáticas e hipóteses e premissas atuariais.
- j) **Due Diligence Anticorrupção**: entendimento de transações, práticas e outras características do negócio que geram riscos elevados de potencial corrupção, bem como os controles implementados para reduzir tais riscos, considerando leis anticorrupção locais e internacionais.

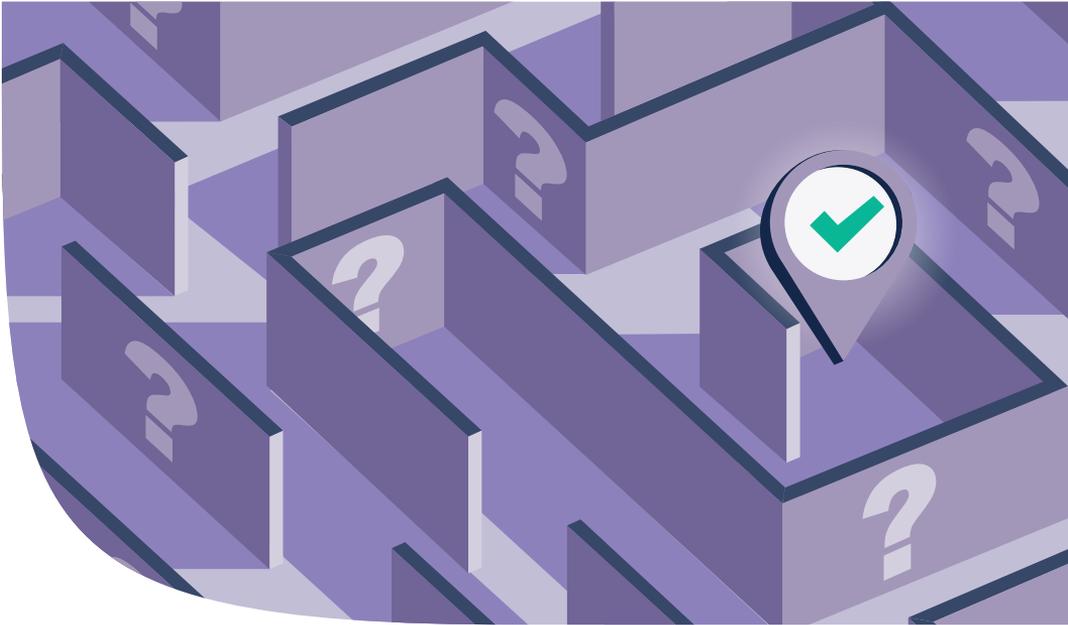
Como se pode ver acima, são muitas atividades que acontecem de forma simultânea, e que necessitam de um coordenador de projeto, bem como da mobilização do pessoal interno na preparação ou na avaliação das informações.

As transações podem demorar um tempo considerável. Desta forma, a necessidade de ter dupla função (lidar com as atividades de rotina de maneira concomitante com as demandas da transação) pode tornar o processo estressante. Por isso, um bom planejamento é essencial antes de se iniciar o processo.

COMO DEFINIR QUAIS ÁREAS DE *DUE DILIGENCE* SERÃO NECESSÁRIAS?

As áreas a serem cobertas, bem como os procedimentos a serem efetuados, são definidos pelo investidor com o auxílio de seus assessores, de acordo com os riscos do segmento, do negócio, da complexidade da transação e dos acordos de disponibilização de informações com os vendedores, ou seja, caso a caso.

Os processos de *due diligence* mais recorrentes se referem às análises contábil e financeira, tributária, trabalhista e legal. A *due diligence* anticorrupção também está em evidência, em função das novas leis brasileiras e internacionais.



COMO ISSO IMPACTA O VALOR DO NEGÓCIO?

Os resultados dos trabalhos de *due diligence* são considerados na avaliação do negócio e na definição de garantias e cláusulas específicas de proteção no contrato de compra e venda ou no acordo de investimento, além de auxiliar no processo de estruturação fiscal da aquisição.

A decisão final sobre o investimento ou aquisição, bem como seu valor, depende significativamente dos resultados encontrados na *due diligence*. Um processo bem feito, com acesso a informações de qualidade, reduz em muito a possibilidade de discussões e disputas posteriores ao fechamento da transação.

O valor do negócio ou do investimento é essencialmente definido por capacidade de geração de caixa futura, nível de endividamento e exposições fiscais e trabalhistas dos últimos cinco anos. Não podemos esquecer que existem itens subjetivos atrelados à definição de valor. Um investidor pode pagar um prêmio em relação ao preço calculado em função da aquisição gerar sinergia (aumentar vendas, reduzir custos e despesas) com os negócios existentes ou por ser a porta de entrada em um mercado com barreiras a novas empresas (como, por exemplo, setores altamente regulados, como energia elétrica e saúde).

QUAL É O PRODUTO DAS ANÁLISES DE *DUE DILIGENCE* ?

Due diligence contábil e financeira: usualmente analisa se as demonstrações financeiras estão consistentes com as políticas contábeis, a qualidade dos resultados históricos, a análise de receitas e margens, a análise de EBITDA (lucro antes de juros, Imposto de Renda, contribuição social, depreciação e amortização) histórico com visão de geração de caixa recorrente no futuro, se a empresa financia seus clientes ou é financiada pelos fornecedores (necessidade de capital de giro), necessidade de investimentos em itens de ativo imobilizado, endividamento, compromissos não registrados, recuperabilidade de ativos e suficiência de provisões, transações com partes relacionadas e custos adicionais necessários para a empresa operar como uma entidade isolada no caso de pertencer a grupos econômicos. O produto desse trabalho destaca a análise de endividamento, de EBITDA e de capital de giro normalizado.

Due diligence tributária, trabalhista e previdenciária: analisa os procedimentos e políticas adotadas para tributos diretos, indiretos, trabalhistas e previdenciários com o objetivo de identificar potenciais exposições significativas. Essas

exposições são normalmente alvo de negociação e, usualmente, são consideradas no contrato de compra e venda como uma retenção do preço de aquisição (a ser liberada à medida que os riscos expiram), ou como condição de garantia por parte do vendedor em que ele reembolsa os valores de perda efetiva. Ao final desse trabalho é apresentado um resumo de todas as exposições quantificadas (quando possível) com valores de principal, mínimo e máximo (valor original, valor em caso de denúncia espontânea e de fiscalização, nessa ordem).

As potenciais exposições, assim como o adequado entendimento dos principais aspectos tributários (incentivos fiscais, por exemplo), também podem gerar impactos no EBITDA ou no lucro líquido analisado no âmbito da *due diligence* financeira, razão pela qual o alinhamento entre estas frentes é essencial.

Os riscos, bem como as contingências fiscais, trabalhistas e previdenciários já materializadas e outros assuntos que necessitem uma análise jurídica, são submetidos aos assessores legais que determinam a possibilidade de perda em caso de fiscalização ou ação contra a empresa.

O produto de ambas é um relatório em que são reportados os fatos. O trabalho de *due diligence* é imparcial e não define se o investimento é bom ou ruim, tampouco define o preço a ser negociado. O uso do trabalho de *due diligence* proporciona ao investidor elementos para avaliar o negócio e para a definição do preço da empresa ou do investimento, bem como os itens a serem negociados no contrato de compra e venda ou no contrato de investimento. A decisão de investimento ou não é sempre do investidor.

POR QUE MUITAS TRANSAÇÕES NÃO SE CONCRETIZAM?

Por mais que exista a intenção das partes em efetuar um processo de *due diligence* o mais rápido possível, normalmente o processo dura alguns meses para ser concluído e depende muito da capacidade da empresa em fornecer informações com qualidade e dentro dos prazos originalmente acordados.



Muitas transações morrem em função dos denominados *deal breakers* que podem ser oriundos

- da percepção diferenciada de preço,
- do desacordo em relação às garantias a serem prestadas pelo vendedor, por riscos de imagem associados às exposições identificadas,
- de questões operacionais e comerciais que levam o potencial investidor a perder o interesse na transação, entre outros.

Muitos desses casos ocorrem porque o empreendedor não está preparado para um processo de *due diligence* ou por não ser o momento certo para a venda da empresa para um sócio-investidor.

A falta de preparação inclui a baixa qualidade das informações para o propósito da transação, relatórios gerenciais não conciliados com os saldos contábeis e financeiros, falta de estrutura de pessoal interno capaz de administrar as operações no dia-a-dia e, ao mesmo tempo, atender a potenciais investidores e, o mais importante, o desconhecimento, por parte da administração, de métodos de definição do valor da empresa e de riscos tributários e trabalhistas aos quais a empresa está exposta. Além de atrasos no processo, essa situação pode causar desgaste no relacionamento entre as partes, bem como reduzir a confiança nos números e expor o empreendedor.

COMO POSSO ME PREPARAR PARA UM PROCESSO DE *DUE DILIGENCE* SEM TRAUMAS?

Em países em que a cultura do empreendedorismo e do investimento via venture capital está mais latente, é bastante comum que os próprios empreendedores busquem ajuda de assessores para um diagnóstico prévio da qualidade de resultados, EBITDA normalizado, endividamento líquido, capital de giro, fluxos de caixa e riscos tributários e trabalhistas.

Os resultados dessas ações preparatórias auxiliam o empreendedor na decisão de como conduzir as negociações subsequentes, planejar como mitigar ou sanar os principais aspectos considerados de alto risco para as empresas e elaborar um plano de ação antes de expor as informações da empresa a potenciais investidores. Algumas vezes, os empresários decidem aguardar um melhor momento para negociar com investidores visando maximizar o preço da transação.

No Brasil, a procura de um diagnóstico prévio por parte dos empresários vem aumentando bastante nos últimos anos, mostrando uma tendência de convergência com os mercados mais maduros de transações de fusões e aquisições.

Nesse sentido, é muito importante que, em um cenário com tantas oportunidades, a busca pelo aprimoramento do empresário brasileiro para processos de um sócio e investidor seja uma constante. Não há dúvidas de que um investimento adequado no diagnóstico prévio de futuros impedimentos que possam se apresentar a potenciais investidores ou compradores, assim como o apoio em profissionais preparados, que estejam aptos a intermediar as negociações e contextualizar as partes quanto aos melhores caminhos a serem percorridos, trará melhores resultados e será o futuro inevitável para o sucesso de um movimento que, alinhado com as tendências do mercado mundial, parece ter vindo para ficar.

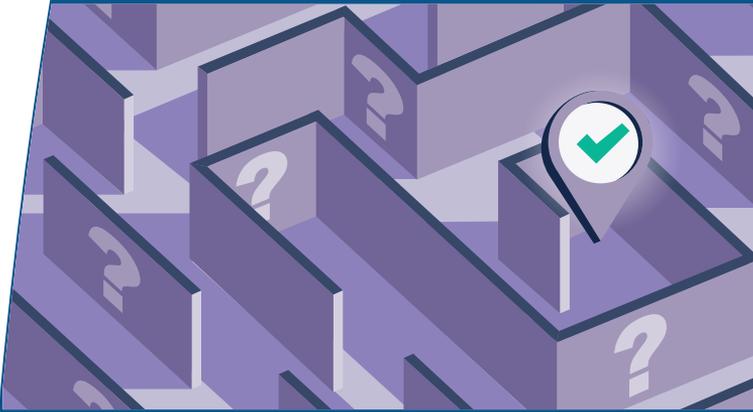




Esse material é um oferecimento de Deloitte Touche Tohmatsu

A Deloitte oferece serviços nas áreas de Auditoria, Consultoria Empresarial, Consultoria em Gestão de Riscos, Consultoria Tributária, Financial Advisory e Outsourcing para clientes dos mais diversos setores. Com uma rede global de firmas-membro em mais de 150 países, a Deloitte reúne habilidades excepcionais e um profundo conhecimento local para ajudar seus clientes a alcançar o melhor desempenho, qualquer que seja o seu segmento ou região de atuação.

Entre as soluções, a Deloitte apoia as organizações nas mais diversas operações corporativas e em seus desafios de negócios: de transações de fusão e aquisição a processos de reorganização; de avaliação econômico-financeira à gestão de seus ativos.



A Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital – ABVCAP - é uma entidade sem fins lucrativos que, desde o ano 2000, visa o desenvolvimento da atividade de investimento de longo prazo no País, nas modalidades abrangidas pelos conceitos de private equity, venture e seed capital.

Como entidade representativa da indústria de capital empreendedor, a ABVCAP defende os interesses dos integrantes da indústria junto a instituições públicas e privadas, nacionais e estrangeiras, em busca de políticas públicas cada vez mais favoráveis ao fomento desses investimentos no País.

Além de ampliar e aprimorar as várias frentes de investimento de longo prazo no Brasil, em sintonia com as práticas internacionais, quando aplicáveis, destaca-se, na missão da ABVCAP, sua integração estratégica ao mercado de capitais, como propulsor e reciclador de ativos/empresas das bolsas de valores.

A atuação da ABVCAP objetiva facilitar o relacionamento entre os integrantes da comunidade de investimentos de longo prazo, seja em âmbito nacional e internacional, propiciando um ambiente favorável a debates e intensificação de relacionamentos.



Associação Brasileira de
Private Equity & Venture Capital

www.abvcap.com.br

Associados Apoiadores



Kinea



THE CARLYLE GROUP

WARBURG PINCUS