

Por Caroline Martin  
Especial para *O Papel*

DIVULGAÇÃO STONECAPITAL INVESTIMENTOS



## MESMO DIANTE DAS DIFICULDADES ACARRETADAS PELO ATUAL MOMENTO ECONÔMICO, BRASIL VIVE AUMENTO NO VOLUME DE AQUISIÇÕES E DEVE ATRAIR MAIS INVESTIDORES ESTRANGEIROS NOS PRÓXIMOS ANOS

**E**m janeiro último, o segmento de embalagens brasileiro foi marcado pelo ingresso de um grande player internacional: a fabricante irlandesa de embalagens de papel Smurfit Kappa (SK) confirmou a aquisição das empresas Inpa Embalagens, de Minas Gerais, e Paema Embalagens, do Rio Grande do Sul. Com um investimento de € 186 milhões, o negócio engloba três recicladoras de papéis com capacidade produtiva total de 210 mil toneladas e quatro instalações de papelão ondulado.

Antes de ingressar no Brasil, a companhia já atuava em 33 países da Europa e das Américas. “A SK, uma das líderes mundiais do mercado de papel, ainda não tinha operações no Brasil, apesar de estar fortemente presente nas Américas, incluindo a Latina. A companhia estudava ingressar no Brasil há alguns anos, mas sem oportunidades tão boas quanto as encontradas neste último ano. Assim, a vontade de participar de um mercado importante como o brasileiro, aliada à disponibilidade de bons negócios a serem adquiridos, fez com que a negociação transcorresse de maneira bastante profissional e sigilosa”, contextualiza Ricardo Albert Schmitt, fundador da StoneCapital Investimentos, responsável pela condução da negociação entre a SK e a Paema.

De acordo com Schmitt, a StoneCapital assessorou a Paema desde os primeiros contatos entre as empresas, auxiliando-a na definição do preço e demais condições do acordo, até o fechamento do negócio, que ocorreu nos últimos dias de dezembro de 2015. Na entrevista a seguir, Schmitt conta mais detalhes sobre o processo de aquisição, explica as diferenças entre fusões e aquisições e ainda comenta a tendência que deve consolidar-se no mercado brasileiro de papel.

**O Papel** – Em quanto tempo o processo de aquisição da Paema pela SK se desenrolou? Como se dá esse tipo de negociação?

**Ricardo Albert Schmitt** – As negociações que levaram à compra da Paema pela SK, celebrando o ingresso desse player mundial do segmento de papel e papelão no Brasil, levaram aproximadamente um ano, desde os primeiros contatos. Trata-se de um prazo normal para esse tipo de negociação, principalmente porque a SK ainda não estava presente no Brasil. Toda a negociação relacionada ao processo de compra e venda de uma empresa obedece a algumas etapas tradicionais.

Os primeiros encontros entre os interessados servem para o mútuo conhecimento em relação à compreensão das operações, do desempenho financeiro da empresa a ser comprada, de sua posição no mercado e, principalmente, de seu potencial de crescimento. Da mesma forma, é importante o vendedor conhecer o comprador, haja vista que, pelo tamanho do negócio, existe certa complexidade jurídica e muita responsabilidade entre as partes. Após o entendimento de que o negócio é bom para ambos, passa-se a discutir o preço e as condições do negócio – momento em que se faz imprescindível para a empresa vendedora uma boa assessoria, preferencialmente por profissional especializado em M&A (Mergers and Acquisitions), capaz de orientar os sócios sobre o real valor de negócio (de mercado) em uma venda, bem como os riscos envolvidos, entre os quais o vazamento das conversas. Normalmente, a empresa compradora é muito maior do que a vendedora. No caso da SK, trata-se de um grupo com faturamento de € 8 bilhões e aproximadamente 400 fábricas espalhadas ao redor do mundo, listado nas bolsas da Irlanda e de Nova York. Apesar de a empresa estar acostumada a negociações de compra e venda, realizadas todo ano, nem sempre a ponta vendedora conta com a mesma experiência, ficando naturalmente em posição mais frágil do que a da compradora, sendo indispensável estar corretamente orientada e preferencialmente representada durante as negociações mais duras. Após essa fase de negociação, quando as partes encontram os melhores termos de preços e condições do negócio, inicia-se a Due Diligence, que se traduz na auditoria proposta pelo comprador para confirmar se tudo aquilo que está adquirindo de fato se reflete nos números e nas informações disponibilizados. Muitas empresas no Brasil não estão acostumadas a auditorias nem prontas para passar por esse processo, de forma que algumas negociações acabam não se concretizando por problemas na confirmação dos dados. Também por essa razão se justifica a presença de

um *adviser* financeiro para representar a empresa vendedora, uma vez que esse profissional poderá antecipar eventuais problemas na estrutura interna e corrigi-los a tempo de realizar o negócio sem grandes riscos para o comprador. Terminada a etapa de Due Diligence, inicia-se a negociação do contrato final de compra e venda, momento em que os assessores jurídicos de cada parte se reúnem para determinar em definitivo como o negócio será celebrado. É por essa razão que a maioria das negociações a envolver empresas brasileiras e estrangeiras pode levar até 12 meses. Muitos aspectos passam por análise e diversos riscos precisam ser mitigados antes do aperto de mãos. Na negociação entre a Paema e a SK, todas as etapas do processo transcorreram normalmente.

**O Papel** – O que difere um processo de fusão de um de aquisição?

**Schmitt** – Há uma série de diferenças entre um processo de fusão e de aquisição que vão além dos aspectos jurídicos e financeiros. Uma fusão representa a união de duas ou mais companhias até então independentes que, a partir da união de seus ativos e passivos, passam a formar uma nova. Isso significa que, em uma fusão, as companhias originais deixam de existir e dão lugar a uma nova entidade, resultante da soma dos ativos e passivos das envolvidas. Em uma aquisição, há simplesmente a troca de sócios de determinada companhia.

Aquela que está comprando passa a proprietária da empresa adquirida no lugar dos sócios vendedores. As empresas adquiridas não necessariamente alteram sua estrutura de ativos ou deixam de existir após a compra.

Uma aquisição também pode ser parcial ou total. Na prática, isso significa que as ações ou quotas de capital são compradas apenas em parte (majoritária ou não) ou integralmente (compra de 100% do capital). Há ainda nesse mercado as operações de incorporação, em que uma companhia absorve os ativos e os passivos da empresa comprada, que deixa de existir. A cisão, em que parte de uma companhia (envolvendo ativos e passivos) é separada do resto, formando uma nova companhia, é mais uma possibilidade. Há também outra estrutura que vem sendo bastante utilizada atualmente: a *joint venture*, caracterizada pela união de esforços e ativos de duas ou mais companhias para a criação de um novo projeto ou uma nova empresa, não necessariamente relacionada às que deram início ao negócio. Vale destacar que, dependendo dos interesses das partes envolvidas, existe sempre a possibilidade de alternativas jurídicas e financeiras para compor uma negociação justa, que atenda às expectativas de todos.

**Schmitt: “Há uma forte tendência de consolidação no mercado de papel nos próximos anos”**

"Somamos duas centenas de milhões de pessoas que, em boa parte, são consumidoras ou têm grande potencial de consumo"

**O Papel** – Um desses processos vem despontando como tendência mais consolidada no Brasil nos últimos anos? Por quais motivos?

**Schmitt** – Desde o início deste século, o Brasil vem vivendo um aumento no volume de fusões e aquisições, sendo o volume anual impactado positiva ou negativamente pelo momento econômico vivido nos cenários doméstico e internacional. De forma geral, podemos dizer que, desde 2002, a tendência foi de crescimento no número de transações anunciadas no Brasil. Se tomarmos períodos de três anos como referência, vemos que de 2010 a 2012 a média anual de negócios anunciados no Brasil, segundo relatório da PwC, foi de 774. No último triênio, de 2013 a 2015, o volume foi de 811 transações, o que representa um acréscimo de 5% na média. Se analisarmos o período que antecedeu a última grande crise econômica internacional (2006, 2007 e 2008), a média era de 645 negócios anunciados por ano.

Do total de transações anunciadas em 2015, conforme a mesma fonte, quase 90% podem ser classificados como aquisições – tanto de controle ou da integralidade dos ativos de uma companhia, representando 46% do volume total de negócios, ou de aquisição de uma parcela minoritária no capital de outra companhia, representando 44% das transações anunciadas. As demais estruturas existentes, incluindo fusões, joint ventures e incorporações, representam parcela muito inferior no volume total em comparação às aquisições. Assim tem ocorrido historicamente, e é interessante acompanharmos a evolução das negociações apenas de aquisições de capital minoritário – as compras propriamente ditas.

O volume tem crescido, em um fenômeno que pode ser explicado pelo fato de continuar aumentando o apetite por realizar um negócio, apesar de vivermos num momento de crise ou termos atravessado outras crises no passado. Os compradores ficam mais precavidos, no sentido de não comprar a integralidade de um negócio, mas sim uma participação minoritária. Também podemos justificar o maior volume de compras (participação minoritária) pelo aumento na atividade dos fundos de private equity (investidores financeiros), costumeiros adquirentes de participações minoritárias no capital das companhias. A indústria de private equity vem crescendo nos últimos anos, e a crise atual atravessada pelo Brasil gera excelentes oportunidades para esses investidores, que buscam empresas com grande capacidade de crescimento, mesmo que um pouco fragilizadas dentro de um contexto econômico recessivo.

**O Papel** – Em sua visão, quais são os principais atrativos do Brasil aos investidores estrangeiros?

**Schmitt** – Se fosse necessário citar apenas um, responderia que é o tamanho do mercado – em outras palavras, o número de consumidores potenciais dentro de um mesmo território. Somamos duas centenas de milhões de pessoas que, em boa parte, são consumidoras ou têm grande potencial de consumo. Se analisarmos pela perspectiva de longo prazo, ao compreendermos que somos um país em desenvolvimento, apesar de constarmos entre as dez maiores economias mundiais, vemos que em vários mercados ou segmentos de negócio o Brasil tende a crescer. Nos últimos anos, com o fortalecimento do Plano Real e o período de crescimento econômico vivido entre 2002 e 2008, quando o preço das commodities estava mais elevado e as contas públicas mais controladas, muitos mercados dentro da economia nacional cresceram – alguns se aproximando das lideranças em termos de tamanho mundial, como o mercado de produtos para animais domésticos (pet) e o de cosméticos. Os programas econômicos dos últimos anos favoreceram o consumo, levando ao aumento da compra de eletrodomésticos, assim como imóveis, telefones e planos de saúde. Enxergando o potencial do mercado em comparação com as taxas de crescimento esperadas para outros países, explicamos por que o Brasil é atrativo para investidores estrangeiros.

**O Papel** – A atual crise econômica e política que o País enfrenta vem gerando impacto de alguma forma sobre esse processo evolutivo de aquisições? Quais são as expectativas para este e os próximos anos?

**Schmitt** – Sim, afeta bastante. A crise atual tem componentes mais complicados do que as anteriores, uma vez que há muitos fatores políticos a influenciar a capacidade de recuperação. Com a falta de sinalização de que a economia está sob controle e de que o governo realmente está trabalhando para reerguer o mercado, o risco de investir no Brasil aumenta. No período citado anteriormente, de crescimento econômico, o índice elaborado pelo Banco JP Morgan mostra que o risco Brasil (EMBI+) caiu de 2 mil pontos ao final de 2002 para menos de 200 em 2014. Atualmente, esse risco voltou a subir, chegando a aproximadamente 500 pontos, conforme o Ipeadata. Risco maior representa apetite menor dos investidores, desanimando um pouco o mercado investidor. Da mesma forma, com uma inflação que não dá sinais de desaquecimento, as políticas econômicas con-

vergem para a tentativa de frear a economia e, com isso, a escalada de preços. O principal instrumento disponível hoje para tentar conter a inflação é a taxa de juros (Selic), também um referencial para o custo do capital disponível para investimentos. Quanto menos dinheiro disponível e quanto mais caro, menor é o ânimo do mercado para investir.

Por outro lado, o momento de crise precisa ser visto como de muitas oportunidades. A escassez de dinheiro nos bancos e o aumento do custo, principalmente para setores e empresas muito dependentes de capital de terceiros, intensificam a busca por outras fontes de capital, entre as quais o ingresso de um novo sócio que realize aporte na empresa. Ainda, com o desempenho das empresas mais fragilizado, cria-se um ambiente muito propício para venda. O aumento do número de empresários dispostos a desfazer-se de um negócio faz com que o preço dessas transações chegue a patamares mais baixos. Há muitos investidores olhando essa nova janela de oportunidade em busca de bons negócios. Assim, entendemos que neste ano, assim como nos próximos, o número de transações deverá aumentar. Vale destacar também que a valorização do dólar sobre o real ocasiona muitas oportunidades de investimento por parte de estrangeiros, já que o valor de compra atualmente pode cair à metade. Além disso, o Brasil já passou por momentos de apreciação de moeda estrangeira e depois se estabilizou. Então, comprar uma empresa no Brasil hoje, com o câmbio atual, pode revelar-se um grande negócio, mesmo em moeda estrangeira, se pensarmos no longo prazo.

**O Papel** – Especificamente em relação à indústria nacional de celulose e papel, é possível afirmar que os segmentos de papel estão mais propensos a consolidar fusões e aquisições? Por quais motivos?

**Schmitt** – Há uma forte tendência de consolidação no mercado de papel nos próximos anos. Estamos entre os cinco maiores produtores mundiais de celulose, conforme dados da Indústria Brasileira de Árvores (Ibá), atrás de países líderes, como os Estados Unidos e a China, além do Canadá. Se, todavia, analisarmos o mercado de papel, estamos em posição próxima ao décimo colocado, comprovando a vocação exportadora de nossa indústria. De 2000 até agora, o Brasil vem produzindo em média 5,6% a mais de celulose a cada ano, enquanto no mesmo período o mercado de papel cresce anualmente 3% em média. Se compararmos o potencial de crescimento no consumo interno de papel, vemos que há um enorme espaço para crescimento no Brasil. Enquanto na Áustria, na Bélgica, na Suécia e na Alemanha, por exemplo, o consumo está em cerca de 250 kg/hab/ano, o Brasil não chega a 50, de acordo com informações da FAO de 2012. Não podemos basear nossas análises na comparação de economias tão distintas quanto a sueca e a brasileira, mas percebemos potencial para atingir os montantes de consumo do México (60 kg/hab/ano) ou até mesmo da Austrália (150 kg/hab/ano). Se analisarmos apenas o mercado de papelão ondulado, vemos que o crescimento médio anual é de 6% a.a., segundo dados da Associação Brasileira de Papelão Ondulado (ABPO), estando aproximadamente metade do

volume produzido no Brasil concentrada nos maiores fabricantes e uma grande fatia do mercado nas mãos de produtores menores. Com isso, dada a existência de grande número de empresas de menor porte, muitas com baixa capacidade produtiva, a competição com as grandes torna-se muito difícil, levando os players menores a serem absorvidos pelos maiores. Se pensarmos no esforço necessário para que um convertedor invista em seu próprio fornecimento de papel reciclado, comprando uma máquina para fabricação interna de suas próprias bobinas, notamos que há uma grande barreira ao crescimento dos players menores, forçando-os a permanecer em patamares de mais difícil competição. Destaco que, como em todos os mercados, há os fabricantes de produtos em nichos, ou seja, aquelas empresas pequenas que se especializam em determinado segmento de mercado e conseguem lucrar de forma surpreendente em comparação à média do mercado. Trata-se, porém, de casos raros, se analisarmos a totalidade de empresas do mercado de papelão ondulado no Brasil. Concluímos, então, que, para acompanhar a tendência de crescimento de longo prazo do mercado brasileiro, é necessário capacidade de investimento – algo mais viável para grandes grupos. Vale lembrar que o Brasil ainda conta com poucos players internacionais, como IP, WestRock e agora SK. Há dezenas de outros players, de várias partes do mundo, desejosos de aproveitar este momento oportuno para fazer negócios.

**O Papel** – Apesar de altamente exportador e composto por grandes players, o segmento de celulose também pode passar por essa tendência de consolidação? Os motivos que levam a futuras fusões e aquisições no segmento de celulose se diferem daqueles que pautam os segmentos de papel?

**Schmitt** – De fato, muito distinto do mercado de papel e/ou de embalagens, o segmento de celulose conta com empresas de maior porte – justamente a razão de estar mais concentrado. Não é um mercado tão disponível ao acesso de novos entrantes, a não ser por meio de um grande investimento. Além disso, já temos posição de destaque no cenário mundial, despontando entre os maiores fabricantes. Entendo que há espaço para algumas transações, notadamente de ingresso de players que não se encontram hoje com atuação local. Todavia, não se pode comparar o mercado de celulose ao de papel sob a perspectiva de aumento no número de transações anunciadas no Brasil. Tendo-se em vista a grande diferença entre o volume de celulose produzido pelo País (17 milhões de toneladas/ano, conforme dados da Ibá) e pelo maior produtor mundial, os Estados Unidos (50 milhões de toneladas/ano, conforme dados da mesma entidade), competimos diretamente com a China e o Canadá. Para que o Brasil ganhe posições no mercado mundial, aproximando-se mais dos Estados Unidos, seria necessário ganhar competitividade/produzibilidade, ocupando espaço de outros grandes produtores. Não considero algo tão simples nem capaz de trazer grandes mudanças de cenário no mercado de celulose no curto prazo. ■