

Disclaimer

O emprego de todas as logomarcas possui caráter estritamente ilustrativo, não indicando parceria, promoção ou qualquer vínculo entre as organizações citadas e a YMTGroup.

Nenhuma das partes deste documento pode ser veiculada, transcrita ou reproduzida sob qualquer forma ou por quaisquer meios — eletrônico, fotocópia, gravação ou outros — sem prévio consentimento por escrito da YMTGroup e BTCO.

PetroQx**Grupo PetroQX**

Hollan olhou para um velho retrato pendurado de parede de seu escritório quando ele recordou as suas palavras finais em uma reunião da diretoria, em dezembro de 2000. A fotografia, tirada em meados da década de 1980, mostrou três gerações de CEOs do PetroQX: James Stewart, filho do fundador da empresa e responsável por crescer e diversificar PetroQX durante a década de 1960; Thomas Johnson, um executivo profissional que reorientou a empresa no núcleo petroquímico durante a década de 1970; e Hollan.

PetroQX considerava ofertar, em um leilão de envelope fechado, uma proposta para aquisição de ativos no Polo Petroquímico de Camaçari. Hollan havia passado boa parte dos dois anos anteriores em discussões com o conselho e seus dois principais executivos, Jason Craige, CFO do PetroQX, e Petter Kongston, o chefe da empresa petroquímica, a Hoxiten. A jóia da coroa do complexo de Camaçari era complexa, a maior petroquímica da América do Sul. Ele "rachou" nafta para produzir eteno, a principal matéria-prima utilizada pela Hoxiten. Hollan e seus colegas acreditavam que a aquisição da Copex poderia produzir sinergias operacionais e financeiras ao PetroQX e também iria garantir a disponibilidade de matéria-prima para futuras expansões. Falhar na compra de uma posição de controle provavelmente depreciaria a pequena participação do PetroQX na Copex, dado que um eventual controlador concorrente poderia atuar de forma livre aos interesses do grupo.

Juntamente com as considerações estratégicas, houve também inúmeras discussões sobre o valor da Copex. Uma questão fundamental diz respeito ao custo de capital apropriado para a aquisição e, especialmente, como incorporar o risco-país, dada a turbulência econômica no Brasil após a desvalorização da moeda em 1999. A incerteza sobre a taxa de desconto para usar em um modelo de fluxo de caixa levou alguns membros da equipe para defender outras abordagens para a avaliação, tal como um múltiplo dos lucros. Depois de trabalhar para o grupo por quase 30 anos, Hollan sentiu o peso da responsabilidade por ter de levar PetroQX para um novo patamar sobre seus ombros.

PetroQX

PetroQX foi fundada em 1937 por um imigrante austríaco, Ernesto Stewart, que liderou o engarrafamento e distribuição de gás para uso doméstico no Brasil. Sua operação tornou-se viável apenas após o desastre de Hindenburg e a consequente interrupção de zepelins voarem, quando Stewart se moveu rapidamente para aquisição de **6.000 cilindros de gás butano armazenados no Rio de Janeiro**, os quais seriam utilizados nas rotas para o Brasil.

Em 1959, o filho mais velho de Stewart, James, assumiu papel de CEO do PetroQX e começou a diversificação agressiva em alimentos congelados, projetos de engenharia, agronegócio, fertilizantes e outros. Até o final da década de 1960, PetroQX foi se tornando cada vez mais endividada quando James convidou Johnson para agilizar o negócio, desmantelamento a diversificação anterior e se concentrar no negócio petroquímico. Em 1982, **Hollan se tornou CEO** do PetroQX com a **missão de transformar o grupo de uma empresa de controle familiar para uma companhia profissional, renovando os processos internos e da cultura.**

Margem do PetroQX Petroquímico

PetroQX foi pioneiro no desenvolvimento da indústria petroquímica no Brasil na década de 1970 com a criação de sua subsidiária, a Hoxiten. Uma empresa de segunda geração localizada em todos os três complexos petroquímicos brasileiros, Hoxiten foi o único fabricante de óxido de etileno, um importante material bruto petroquímico, e seus vários subprodutos no Cone Sul. Estes produtos eram tipicamente de alto volume, representando aproximadamente 80% do total de vendas da Hoxiten. Além disso, a Hoxiten produziu especialidades químicas nos processos em lotes pequenos, adaptando os produtos para atender a determinados requisitos do usuário final.

Historicamente, a Hoxiten possui um monopólio virtual no Brasil, permitindo-lhe desfrutar de **forte geração de caixa** que representa uma estimativa de **36% e 44% das vendas do PetroQX**. A partir de 1994 com a abertura da economia brasileira, a Hoxiten enfrentou uma concorrência crescente das importações provenientes de empresas petroquímicas multinacionais, mas **realizou uma margem**.

Até o final de 2000 Hoxiten operava em sua capacidade operacional, vendendo cerca de 60% da sua produção no mercado interno, sendo o restante exportado. De 1996 a 2000 suas vendas no mercado interno experimentaram uma taxa composta de crescimento anual (CAGR - Compounded Annual Growth rate) de 8%, levando a empresa a uma encruzilhada tática se essa tendência se mantivesse no futuro: tanto para continuar a favorecer as vendas internas sobre as exportações, ou para aumentar crescimento da capacidade, prosseguindo em ambos os mercados. No entanto, a Hoxiten era totalmente dependente Copex e algumas outras companhias para o fornecimento de etileno. Etileno responsável por aproximadamente 62% dos custos variáveis da Hoxiten de produção e cerca de 50% do seu custo total dos produtos vendidos, então PetroQX necessitou desenvolver meios para garantir a longo prazo o fornecimento de matéria-prima para operar suas instalações já existentes e apoiar futuras expansões.

PetroQX também estava negócio de distribuição de gás liquefeito de petróleo (GLP). PetroQXgaz, a terceira maior distribuidora do Brasil com um market share de 19%, a grande geradora de caixa do PetroQX, gerando 47% do EBITDA estimado do grupo em 2000. PetroQXgaz operava nos mercados residenciais e não residenciais, com 75% de sua produção vendida nas regiões sul e sudeste, a área mais populosa e mais rica no Brasil e perto dos polos petroquímicos de São Paulo e Bahia. Braspetro, a empresa brasileira de petróleo, forneceu GLP às plantas primárias da PetroQXgaz através de gasodutos e aos postos secundários por abastecimento de caminhão.

Como atividade complementar, PetroQX realizou transportes e serviços de armazenamento integrados de GLP, petroquímica e química através de sua subsidiária PetroQXcarga. Através de um conjunto complexo de caminhões, caminhões-tanque, reboques especiais, silos e terminais portuários localizados perto dos principais produtores, distribuidores e centros de consumo. PetroQX e suas subsidiárias controlaram aproximadamente 30% do mercado líquido de armazenamento de gás doméstico e 18% da distribuição do mercado petroquímico e químico.

Em 2000, o PetroQX foi o quarto maior player num país onde o tamanho significava acesso a financiamento de longo prazo e outras sinergias de escala. Em uma base consolidada, PetroQX esperou ter um EBITDA de US\$ 166 milhões com 1,022 bilhões de dólares de vendas líquidas e uma posição de caixa líquido de US\$ 225 milhões. Em termos de despesas de capital (CAPEX), PetroQX planejava investir US\$ 258 milhões até 2003, sem contar possíveis aquisições.

Estrutura de propriedade da PetroQX

Até o final da década de 1960, PetroQX poderia ser considerada uma tradicional empresa latino-americana. Era uma empresa familiar liderada por James Stewart - um membro da família que era presidente do conselho e principal executivo. No entanto, com o advento de uma crise financeira até o final da década de 1960, Stewart convidou Johnson para se tornar CEO e acionista significativo. Com base no sucesso desta parceria, em 1984 Stewart estabeleceu um plano de ações para os principais executivos, destinados a alinhar a gestão e os reais interesses dos acionistas. Stewart também pôs em prática um plano de sucessão pelo qual ele transferiu o controle da companhia para seus executivos durante um período de 20 anos. Stewart previu que a concessão de longo prazo ao invés de utilizar apenas opções seria a maneira mais equilibrada para criar valor aos acionistas. "Os executivos sabiam exatamente como, por que, quando e o que eles estavam recebendo", recordou Craige. "Era também mais fácil para a empresa lhes prestar contas."

Alguns acionistas também acreditavam que conceder ações no longo prazo poderia afetar positivamente às decisões estratégicas, especialmente as aquisições.

Ao mesmo tempo, Stewart assegurou a criação de uma equipe de gestão profissional, independente da interferência da família, através do estabelecimento de uma nova estrutura societária composta de duas holdings, cada uma retendo 49,5% do capital votante do PetroQX. A primeira holding era detida pela gestão do PetroQX, enquanto a outra foi controlada por membros da família Stewart. Em cima, Stewart transferiu temporariamente um adicional de 0,8% das ações do PetroQX com direito a voto para Hollan. Esse acordo de acionistas estabeleceu que as duas sociedades gestoras de participações fossem extintas em dezembro de 2004, com cada um de seus respectivos acionistas recebendo ações da PetroQXpar como pagamento. Stewart também estabeleceu que a concessão de ações à alta gestão seria dependente dos executivos restantes com o Grupo PetroQX, até dezembro de 2004.

O resultado desse arranjo era uma equipe de gestão sênior qualificada e financeiramente conservadora com prazo médio de 25 anos no PetroQX. De acordo com Hollan, a gestão focada não apenas em crescimento de vendas, mas também em crescimento dos lucros. Ele também viu o dinheiro como um ativo estratégico e foi cético em relação ao mérito do uso de alavancagem substancial, devido aos riscos associados com a volatilidade do ambiente econômico brasileiro. "Nós temos esses valores enraizados em nossos DNAs. Nós falamos a mesma língua, compartilhamos os mesmos valores, e estamos completamente conectados com o negócio", disse Hollan.

Em outubro de 1999, PetroQX fez uma Oferta Pública Inicial (IPO), que foi listada simultaneamente no New York Stock Exchange

(NYSE) através de um programa de American Depositary Receipt (ADR) e na Bovespa, a Bolsa de Valores de São Paulo, levantando aproximadamente **US\$ 202 milhões em capital - 28%** do seu capital total. Esta oferta de ações de capital aberto cumpriu dois objetivos para a gestão do PetroQX. Ele abriu a porta para uma emissão de capital futuro, se a empresa precisar de capital para ajudar a financiar um investimento substancial. Além disso, forneceu alguma liquidez para as ações realizadas pela administração. Sem esse acesso ao mercado, os executivos teriam de contar com a disponibilidade da família para comprar de volta ações a um preço negociado privadamente.

Durante o *road show* que antecedeu listagem do PetroQX na NYSE, os investidores solicitaram melhoras em algumas das políticas de governança do PetroQX. Investidores em todo o mundo estavam se tornando cada vez mais preocupados com o tratamento aos acionistas, a independência do conselho, divulgação de informações e melhores práticas de negócios. Um gerente de carteira profissional ilustrou este ponto de vista quando ele disse que preferia investir em empresas com “ações que têm tag along e que têm remuneração vinculada ao desempenho real da empresa. Estas são as duas considerações mais importantes para nós enquanto eles contribuem substancialmente para alinhar os interesses de todos os acionistas.”.

A gestão do PetroQX concorda que, para ser reconhecida como uma empresa de primeira classe, ela deve ter uma governança de primeira classe. "Fez sentido para nós dar-lhes o tipo de alinhamento que eles estavam procurando", disse Craig. "Nós olhamos para os mercados de capitais como uma aposta de longo prazo para esta empresa e por isso é muito importante tratar bem os investidores." Pouco depois, em Março de 2000, PetroQX tornou-se a primeira empresa brasileira a conceder **tag along de 100%** dos direitos para todos os seus acionistas, votantes e não votantes. Isso significava que uma oferta pública de aquisição do controle acionário da PetroQX teria de ser estendido aos acionistas minoritários, nas mesmas condições, dando-lhes uma participação nos termos da oferta. Enquanto essa política foi direcionada para acionistas do PetroQX, que também levantou a questão de como PetroQX deve tratar os acionistas minoritários de uma entidade que pudesse adquirir. Junto com as mudanças em sua propriedade, o PetroQX modernizou sua estrutura administrativa e continuou sua reorganização interna, incluindo a introdução de um plano de bônus executivo vinculado com as metas de desempenho com base em medidas do valor econômico agregado (EVA).

Os Ativos Camaçari

O desenvolvimento do setor petroquímico no Brasil

Implícito no modelo de industrialização nacionalista brasileira forjado na década de 1950 e 1960, as duas melhores diretrizes seriam autossuficiência energética e controle do governo sobre setores estratégicos. Com a rápida industrialização do país, uma política petroquímica embrionária foi posta em andamento para lidar com as necessidades regionais estratégicas e econômicas. O governo brasileiro patrocinou um modelo tripartido, já que o setor privado não tinha o capital substancial necessário para financiar start-ups da época. Capital brasileiro privado, as multinacionais que possuíam a tecnologia, e o governo, cada um participaria com um terço do investimento. Como parte da nova política, três polos petroquímicos integrados foram criados: Polo de Camaçari, na Bahia, Polo de Mauá, em São Paulo, e Polo de Triunfo, no Rio Grande do Sul. Cada um tinha seu próprio craqueador, como a Copex de Camaçari. Também foi decidido que os clientes passariam a controlar a posse de cada craqueador. Como craqueadores são o núcleo de qualquer indústria petroquímica, então o Brasil quis evitar uma situação de uma multinacional se tornar a única acionista nos craqueadores, monopolizando assim o fornecimento de matéria-prima.

Esta situação durou até o início de 1990, quando o governo brasileiro reduziu sua participação no capital com direito a voto dos craqueadores, vendendo-os para algumas das empresas de segunda geração nos clusters industriais. Além disso, em 1995, o governo iniciou um projeto de reestruturação a nível industrial para promover os *players* mais fortes e melhor integrar os polos petroquímicos. Devido ao seu tamanho e complexidade, a Copex era um elemento essencial nesse processo.

Copex

Copex, a maior empresa petroquímica básica na América Latina em 2000 com uma **capacidade de produção de eteno de 1,2 milhão de toneladas** por ano, foi fundada em 1972 como fornecedora de aproximadamente 40 empresas de segunda geração. Ela cobriu cerca de **50% da demanda doméstica brasileira** para a base de produtos orgânicos e responsável por **42% das vendas nacionais de etileno**, seu principal produto. Copex foi afetada pela natureza cíclica do setor petroquímico no exterior e pelas condições econômicas gerais no Brasil, um ambiente descrito por Hollan como "aquele que pode ser qualquer coisa, menos uma linha reta.”.

Embora houvesse três polos petroquímicos principais no Brasil e as importações foram permitidas, Copex foi de certa forma protegida da concorrência, uma vez que era pouco provável de seus clientes obterem seus insumos em outros lugares a preços mais baixos devido aos custos logísticos. Além disso, a Copex foi uma das beneficiadas na desvalorização da moeda brasileira e o aumento dos preços internacionais de produtos petroquímicos, que criou um efeito bola de neve nos preços médios em 1999. Os preços das importações petroquímicas imediatamente tornaram-se menos atraentes, com repercussões benéficas sobre as

vendas para o mercado interno, levando as vendas domésticas saltarem de US\$ 791 milhões em 1998 para estimados US\$ 1.263 milhões em 2000, enquanto as exportações superaram 163 milhões de dólares contra US\$ 96 milhões no mesmo período.

O setor petroquímico brasileiro cresceu a uma taxa média de 3,0% ao ano em 1990-2000, em linha com o crescimento global, mas menos do que em outros países emergentes como Coréia do Sul (9,0%), China (8,5%), Índia (6,0%) e Taiwan (5,6%). No entanto, havia espaço para crescimento baseado na demanda doméstica. O consumo per capita de plástico no Brasil foi cerca de 15 quilogramas (kg) por habitante, em comparação com 100 kg por habitante nos EUA, 60 kg no Japão, e 50 kg na Europa Ocidental.

Cerca de 60% de suas vendas globais foram encaminhadas para os seus principais acionistas. Além do PetroQX, os principais acionistas/clientes foram a Dow Chemical, a Odebrecht, Econômico, Suzano e o grupo Mariani. A estrutura da propriedade era bastante complexa. Através de suas subsidiárias, essas empresas detinham uma grande parte da Norquisa, transformando as ações da Copex em ações ordinárias, que deu à Norquisa 23,1% da propriedade e 58,3% dos votos.

A estrutura de propriedade continha um acordo de participação nos lucros em que os lucros da cadeia produtiva foram distribuídos entre a Copex e seu clientes/acionistas de segunda geração proporcionalmente ao valor do capital investido em cada negócio. Assim, os benefícios da queda dos preços da nafta foram compartilhados com os clientes/acionistas, e os custos de produtos finais puderam ser parcialmente repassado à Copex. Isso foi importante porque os preços de produtos de segunda geração foram relativamente expostos aos ciclos de atividade econômica. Além disso, esses contratos comerciais de longo prazo também asseguraram cada um dos clientes/acionistas da Copex um fornecimento mínimo de etileno.

A nafta, um produto à base de óleo bruto, cujo preço em grande parte reflete os preços internacionais do petróleo, representaram aproximadamente 83% do custo total de vendas da Copex. Até agosto de 2000, a Braspetro exerceu o monopólio sobre o negócio do petróleo no país, mas com o advento da desregulamentação do setor, a nafta poderia ser fornecida por diferentes fornecedores.

Embora obrigada a ter um número reduzido de fornecedores e clientes, a Copex era um negócio rentável. Para 2000, a empresa esperava um EBITDA de US\$ 271 milhões e receita líquida de 1,566 bilhões dólares, com despesas de capital previstas no valor de 300 milhões dólares até 2003. A dívida líquida da empresa de 257 milhões dólares deu uma relação dívida-capital total de 19,2%. No entanto, o preço das ações não reflete essas características favoráveis operacionais e financeiros, uma vez que não manteve o ritmo com os principais índices de ações nos últimos seis anos. O PetroQX acreditava que isso sugere um grande potencial de crescimento, uma vez que o preço atual das ações reflete o fato de que Copex não foi capaz de operar em um nível suficiente para atender à demanda de seus produtos. Conflitos entre os clientes/acionistas levaram à falta de investimento na empresa.

Proposta do PetroQX para aquisição da Copex

Visão geral do Plano Estratégico

Hollan acreditava que dois fatores eram essenciais na determinação da competitividade de qualquer indústria petroquímica: os custos das matérias-primas e a integração das plantas de primeira e segunda geração no mesmo local. Por razões históricas, a indústria brasileira não tinha ambos. Sua cadeia de produção foi baseada em nafta, matéria-prima que levou uma desvantagem de custo que varia entre US \$ 50 e US \$ 100 por tonelada em relação ao gás natural. "Nós não temos matéria-prima barata, como no de papel e celulose ou nos setores de aço. A nafta é cara", disse Hollan, "portanto, nós somos um negócio de capital intensivo que não pode se dar ao luxo de ser inferior a ultraeficiente, capturando vantagem de cada sinergia e continuar financeiramente sólida." Além disso, a estrutura fragmentada dos craqueadores brasileiros muitas vezes tornava difícil para os acionistas concordarem em uma estratégia comum para craqueadores, assim inibindo a competitividade e crescimento.

PetroQX identificou a oportunidade de consolidar o polo de Camaçari, aumentando sua participação na Copex, que permitiria a integração vertical do ciclo de produção, redução da carga tributária e racionalização de esforços gerenciais sobre os trabalhos internos da indústria. PetroQX estimou que o valor presente líquido dessas economias fosse de aproximadamente US\$100 milhões se o seu plano de aquisição do controle da Copex e alguns ativos relacionados à jusante e, em seguida, consolidando-as em uma única empresa funcionasse. Além disso, ter o controle majoritário sobre uma empresa craqueadora deve ser fundamental para uma estratégia de futuro crescimento orgânico, evitando o atual impasse nas negociações com os concorrentes sobre expansões de capacidade na Copex.

As etapas que levaram à oportunidade atual começaram em 1995 quando o braço financeiro do Econômico, um dos acionistas, iniciou os procedimentos de falência. O Banco Central do Brasil, em seguida, começou a atuar como o "manager" com um mandato para vender ativos não financeiros do Econômico, principalmente a sua participação de 23,8% na holding da Copex, a Norquisa. Apesar de representar a maior participação individual na empresa, era insuficiente para garantir o controle do

PetroQX sobre a Copex. Portanto, a maior dificuldade do PetroQX em direção ao seu objetivo estratégico era se juntar com outros acionistas ou adquirir uma participação controladora.

Em 1997, o PetroQX fez seu primeiro movimento, aproximando-se da Odebrecht, um conglomerado brasileiro, com a intenção de parceria com sua subsidiária Trikem, que teve uma participação importante na holding da Copex. As negociações foram abertas e uma proposta apresentada. No entanto, o negócio foi abortado por causa de diferenças na cultura corporativa e estratégia para a Copex. Estes foram destacados por Hollan, quando disse: "PetroQX estava lá para criar um novo negócio, enquanto a Odebrecht queria preservar o seu."

Ao mesmo tempo, outros grupos também se movimentaram na mesma direção. Dow Chemical estava tentando alinhar com a Suzano e o grupo Mariani para aumentar sua participação na holding da Copex. Se bem sucedida, essa tentativa iria consolidar a sua liderança no mercado sul-americano, uma vez que a Dow já controlava a instalação de Bahia Blanca na Argentina. A presença da Dow, líder petroquímico mundial, seria uma garantia técnica e know-how gerencial, para não mencionar o espaço para uma manobra financeira para assumir a reestruturação do polo de Camaçari, que poderia seguir da aquisição da Copex.

Como o PetroQX se preparava para voltar à mesa de negociações, a situação mudou dramaticamente. Em novembro de 1999, o Banco Central do Brasil anunciou que tinha assinado um acordo com a Odebrecht e outros acionistas interessados para, em conjunto, vender o controle acionário da Copex através de um leilão aberto agendada para 14 de dezembro de 2000.

O processo de licitação

Desencadeada pela decisão do Banco Central do Brasil para vender a participação do Econômico na Copex, Odebrecht e Mariani, seguida por Suzano, as empresas assinaram com o BC um acordo de direito de primeira recusa. Esses acionistas concordaram em não vender as suas participações de forma independente, tornando-se um "controle de ações" em grupo da Copex (o grupo de venda). Através deste acordo, o grupo teve como objetivo aumentar o preço de venda em **14,8% da Copex**, que em conjunto representaram **43,2% do capital votante**. Além disso, outras três empresas que estavam entre os principais consumidores da Copex para matéria-prima foram colocados no pacote de oferta. Entre eles, dois produtores de polietileno, Polialden e Politenio, e o segundo maior produtor de polietileno tereftalato (PET) no Brasil, Proppet.

A estrutura do negócio era bastante complexa, uma vez que os acionistas vendedores estavam vendendo posições de acionistas em empresas controladas que parcialmente detinham a Norquisa, que por sua vez teve uma grande participação na Copex. No entanto, o resultado líquido do acordo era que as posições de propriedade seguintes fossem incluídas no pacote.

	% do total de ações	% do capital votante
Copex	14,8%	43,2%
Polialden	42,6%	66,7%
Politenio	86,9%	100,0%
Proppet	100,0%	100,0%

Através de sua subsidiária Hoxiten, **PetroQX já possuía 2,0% da Copex e 6,0% do capital votante**. Se fosse o **licitante vencedor para o pacote de ativos** para venda, **PetroQX ficaria com 16,3%** de propriedade e **49,2% dos votos**, o que lhe daria o **controle efetivo da Copex**. Também teria o controle sobre duas empresas de polietileno que permitiram alguma consolidação e eficiência com a Hoxiten.

O processo de licitação foi organizado para que o grupo concordasse em vender a um preço mínimo, que permaneceu não revelado, aos potenciais compradores. Players apresentariam envelopes lacrados antes de 14 de dezembro de 2000. Para a empresa do lance mais alto seria concedida a venda, desde que superior ao preço mínimo. Se todas as propostas viessem abaixo do preço mínimo, o grupo vendedor se reuniria e avaliaria se o lance mais alto era aceitável.

Copex foi considerada um ativo-chave no cenário petroquímico brasileiro. Um leilão aberto e concorrencial poderia atrair brasileiros e estrangeiros de peso. Grupos como Perez Companc, uma companhia de petróleo argentina; Repsol-YPF da Espanha; e Dow Chemical dos Estados Unidos estavam entre os licitantes potenciais. Odebrecht, uma das empresas de venda, era também um concorrente potencial para o pacote por meio de sua subsidiária Copesul. Além disso, havia uma possibilidade de que a Shell e a BASF pudessem formar uma parceria com uma das empresas brasileiras. Cada uma delas tinha diferentes drivers estratégicos, balanços, e capacidades de financiamento, mas elas também tinham problemas a serem considerados. Dow Chemical havia acabado de adquirir a Union Carbide, um negócio ainda em análise pelas agências reguladoras dos EUA. Repsol-YPF já estava operando em várias frentes na região e, portanto, deve avaliar cuidadosamente novas oportunidades. Para a Odebrecht, isso significaria uma empresa endividada indiretamente adquirindo uma grande empresa, financeiramente sólida.

No entanto, a participação de alguns candidatos, e até a efetiva realização do leilão, foi igualmente objeto de análise jurídica e política, com várias liminares judiciais direcionadas a eles.

O que é um valor justo?

A aquisição da Copex pelo PetroQX ofereceu à empresa uma solução para seus dilemas estratégicos, e foi em linha com a criação de valor da cultura PetroQX. Não ficou claro, no entanto, se a aquisição seria viável. O Brasil enfrentou os próprios desafios econômicos, com muitos investidores preocupados com as altas taxas de juros locais e da contínua depreciação do real frente ao dólar americano. O PetroQX também foi relutante em participar de um leilão em que um dos vendedores - Odebrecht - também poderia ser um concorrente potencial (através da Copesul) que tinha conhecimento do preço mínimo e de informações não públicas que poderiam afetar a avaliação. Além disso, o PetroQX teria que financiar integralmente a sua oferta, enquanto a Odebrecht teria de desembolsar apenas uma fração de sua proposta vencedora, já que era também um vendedor.

Para avaliar se a aquisição poderia agregar valor aos acionistas através de um retorno aceitável sobre o investimento, PetroQX teve de estimar um custo médio ponderado de capital para a transação. Hollan enfatizou a necessidade de construir um modelo de fluxo de caixa e executar análise de sensibilidade na avaliação da Copex. "Avaliar uma empresa de mercado emergente é sempre uma mistura de ciência e arte. É praticamente impossível estimar os fluxos de caixa esperados, os valores realmente terminais, taxas de câmbio e taxas de desconto apropriadas dentro de um prazo razoável.", Disse Hollan. "Simplesmente usar modelos clássicos sem uma compreensão profunda das suas implicações e aplicações pode nos levar a desistir de excelentes negócios ou abraçar projetos que nunca vão se pagar."

Uma questão complexa confrontando Hollan era como contabilizar o risco-país no custo de capital. A longa tradição do Brasil de instabilidade econômica e política expunham as empresas a uma infinidade de fatores de risco, incluindo a desvalorização da moeda, a hiperinflação, controles de capital e expropriação. Durante a última década, o Brasil tinha passado por reformas apoiadas pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial. Medidas como a estabilização da taxa de câmbio, os mecanismos de livre fluxo de capitais, as tarifas de importação mais baixas para incentivar o comércio e a privatização de empresas estatais foram postas em prática para pavimentar o caminho para a integração com as economias globais. O Brasil, porém, estava novamente em crise financeira, e determinar o adequado risco-país para utilizar no valuation da Copex se provou desafiador para Hollan e sua equipe.

O risco-país mais comumente obtido é o Emerging Market Bond Index (EMBI) da J.P. Morgan, que mede o spread entre a dívida governamental dos países emergentes com as dívidas de tesouro americanos de duração similar. O risco Brasil tinha sido tão volátil que alguns membros da equipe argumentaram que incorporar este prêmio de risco na taxa de desconto para o valuation da Copex era problemático. Outros membros da equipe, no entanto, questionaram o quão relevante essas estimativas seriam ao valuation da Copex.

A incerteza sobre o risco-país e do custo de capital apropriado para usar em um fluxo de caixa base obrigou Hollan e sua equipe a considerar outros métodos de avaliação em suas análises. Eles compararam as avaliações de empresas selecionadas, examinando seus múltiplos em uma série de variáveis, incluindo EBITDA, vendas e lucros. Ao analisar os diferentes valuations de mercado comparável, os integrantes da equipe debateram que companhias seriam desejáveis em contrapartida aos seus diferentes tamanhos, estruturas empresariais, e custo de capital de cada um. Hollan sentiu que a Copex provavelmente deveria ser negociada com um desconto para explicar essas diferenças.

As propostas para a Copex e ativos relacionados estavam a ser expressas em termos do valor da empresa dos negócios a serem adquiridos, uma vez que o comprador deveria pagar a sua parte *pro rata* da dívida das empresas adquiridas. Assim, Hollan queria focar sua atenção no valor da Copex, ou mais precisamente, o valor de **14,8% da Copex**. A este montante, ele teria que adicionar o valor de outros ativos a serem adquiridos para chegar ao total da proposta. Estes ativos incluem os investimentos que Copex tinha em outras empresas, estimadas em US\$ 218 milhões, mais o valor das participações proporcionais na Polialden, Politeno, e Proppet que faziam parte do pacote. Essas outras empresas eram um pouco mais fácil de avaliarem, e a equipe financeira estava confortável com os resultados que tinham obtido. Seus trabalhos levaram para os seguintes valores indicativos das partes que PetroQX adquiriria:

Polialden	US\$ 81 milhões
Politeno	US\$ 369 milhões
Proppet	US\$ 140 milhões

Estratégia de Financiamento

Exercícios de avaliação inicial de todos os ativos envolvidos levou Hollan a acreditar que o desembolso total para a aquisição

seria cerca de US \$ 600 milhões. No entanto, alguns analistas de mercado estimam que esse número possa subir para US\$ 1 bilhão levando em consideração o prêmio de controle e o fato de que ele seria muito mais competitivo num leilão. Assim, uma questão-chave na estratégia do PetroQX era criar uma estrutura de capital que pode permitir a aquisição, sem comprometer o balanço patrimonial e a divisão de lucros do PetroQX.

PetroQX aproximou-se do BNDES com uma engenhosa estrutura de capital/dívida pelo qual o banco concordou em criar uma empresa de propósito especial em conjunto com PetroQX para adquirir a Copex. BNDES daria fundos, tanto à PetroQX e à sociedade de propósito específico para a aquisição. Através deste mecanismo, PetroQX teria que fornecer menos de 30% de sua oferta total, enquanto o BNDES seria um acionista minoritário da Copex e um credor para PetroQX.

Decisão do BNDES foi motivada por dois fatores: como um banco de desenvolvimento nacional responsável pela elaboração de políticas industriais, acreditava que o projeto petroquímico no pólo de Camaçari iria impulsionar o setor, permitindo novos investimentos e melhorar a competitividade. Além disso, o banco teria a oportunidade de melhorar a qualidade de sua carteira de crédito. Fundos anteriormente emprestados para as empresas do grupo de venda seria pago, e PetroQX foi percebida como um crédito de qualidade superior.

Tendo trabalhado tanto tempo no setor petroquímico, Hollan sabia que esse era um projeto realmente atrativo para o PetroQX. "Este é um belo projeto", pensou Hollan, mas ele enfrentou um dilema crítico. Não comprar a Copex poderia colocar os investimentos atuais e o crescimento futuro do PetroQX em risco. Por outro lado, fazer uma oferta agressiva poderia destruir valor dos acionistas no longo prazo. À luz do legado representado pelo retrato que ele estava olhando, ele sabia que era importante tomar a decisão correta neste momento.