

# Universidad Americana

## Fusiones y Adquisiciones

Prof. Dr. Eduardo Vale

Asunción – Paraguay  
Janeiro, 20-22. 2009

**BAMBURRA**

## Destacques Seleccionados

- **Dicotomía Fusión y Adquisición**
- **Motivos de la Empresa**
- **Ondas de Consolidación**
- **Dimensión Del Proceso**
- **Impacto Económico**

# Destiques Seleccionados

- **Proceso Decisorio**
- **Auditagem**
- **Obstáculos & Riesgos**
- **Evaluación**
- **Causas de Fracaso**

## Destacques Seleccionados

- **Oferta de Compra Hostil**
- **La Pastilla de Veneno**
- **O Caso VALE INCO**

## Dicotomía Fusión y Adquisición

- **Fusión** é a combinación o consolidación de dos empresas con lo objetivo de formación de una tercera. Presupone lo surgimiento de otra estructura empresarial;
- A **adquisición** é simplemente una compra.

## Motivos da Empresa

- Para la defensa o la conquista de una posición competitiva las rotas de expansión orgánica pueden non ser suficientes;
- Las fusiones y adquisiciones representan alternativas estratégicas muy utilizadas, a depender de los intereses da empresa y das condiciones de mercado. De un modo general, los objetivos perseguidos serian:

## Motivos da Empresa

- **Valor de Mercado** – cuando la empresa está avaluada abaixo do que seria considerado su valor justo podrá ser de interese para adquisición;
- **Economía de Escala** – incremento en las márgenes de lucro y poder de negociación con clientes y suplidores;
- **Diversificación** – con lo intuito de estabilizar los ingresos y reducir lo riesgo;
- **Sinergias** – para la captura de sinergias potenciales de naturaleza operacional o financiera;

## Motivos da Empresa

- **Costo de Financiamiento** – reducción de los costos de financiamiento mediante lo acceso a otros mercados;
- **Mala Gestión** - compra para reestructuración y agregación de valor;
- **Expansión** - acceso a nuevas tecnologías, mercados y canales de distribución;



## Ondas de Consolidación

- En que pese la pesquisa teórica y empírica realizada, lo proceso de consolidación non é perfectamente asimilado. Muchos casos carecen de una mayor formalización y entendimiento da realidade;
- Porque lo proceso se manifesté en ondas?
- Por que esas ondas se concentran en algunos clusters sectoriales?
- Por que esos sectores cambian al longo del tiempo?

## Ondas de Consolidación

- En que pese la pesquisa teórica y empírica realizada, lo proceso de consolidación non é perfectamente asimilado. Muchos casos carecen de una mayor formalización y entendimiento da realidade;
- Cual lo impacto sobre la rentabilidad de las empresas y sectores?
- Cual lo impacto sobre la distribución de la renta y sobre lo empleó?
- Cual lo impacto sobre los flujos de comercio internacional?

## Ondas de Consolidación

- Las ondas de consolidación non son un evento nuevo. Já fueran observados varias veces en lo pasado. En cada oportunidad presentando características distintas;
- La primera onda ocurrió en 1897-1904. Fue emanada pela revolución industrial, la busca por economía de escala y la afluencia de industrias pesadas. La mayoría de las transacciones fue de naturaleza (expansión) horizontal;

## Ondas de Consolidación

- La segunda onda involucró lo periodo 1920-1929. Considerando lo mayor controle del gobierno sobre transacciones horizontales esta onda fue marcada por una expansión vertical y formación de conglomerados;
- La tercera onda dice respecto al periodo 1965-1975. La producción de bienes de consumo en masa, la busca por economías de escala y la diversificación (sectorial y geográfica) fueran los impulsos propulsores;

## Ondas de Consolidación

- La cuarta onda de consolidación – 1984/1988 – dice respecto a la preparación de las empresas en Europa para la creación del Mercado Único. Las empresas líderes nacionales procuran disputar la primacía en lo mercado regional;
- La quinta onda fue deflagrada por vuelta de 1995 y esta en curso ancorada en la globalización y desregulación. La globalización favorece la expansión del mercado y la desregulación combate los monopolios. Esas fuerzas crean buenas oportunidades negocios;

## Ondas de Consolidación

- Lo periodo 1995-2000, fue conocido pelo grande número de transacciones que non lograrán éxito y destruirán valor de los accionistas de las empresas adquirentes;
- Segundo pesquisa de la empresa de consultoría McKinsey cerca de 2/3 de las transacciones tenían fracasado. La mayoría del valor creado tenia sido apropiado pelos accionistas de la empresa adquirida. Estima-se sobreprecio pago en torno de 65%;

## Ondas de Consolidación

- Cuanto mayor lo precio pago en relación al valor de mercado da empresa, mayor deben ser las sinergias para justificar la adquisición. Lo premio é o factor principal en los cambios de valor;
- Se lo premio é considerado excesivo en relación al valor actualizado de las sinergias esperadas en la transacción, lo mercado irá transferir valor para los accionistas de la empresa adquirida;

## Ondas de Consolidación

# Industrias Líderes en la Consolidación in US

1970s	1980s	1990s
Metal Mining	Oil & Gas	Metal Mining
Real Estate	Textile	Media & Telecom.
Oil & Gas	Misc. Manufacturing	Banking
Apparel	Non-Depository Credit	Real Estate
Machinery	Food	Hotels

Source: Andrade, Mitchell, Stafford (2001).

Fuente : ANDRADE, M. S. 2001.

**BAMBURRA**

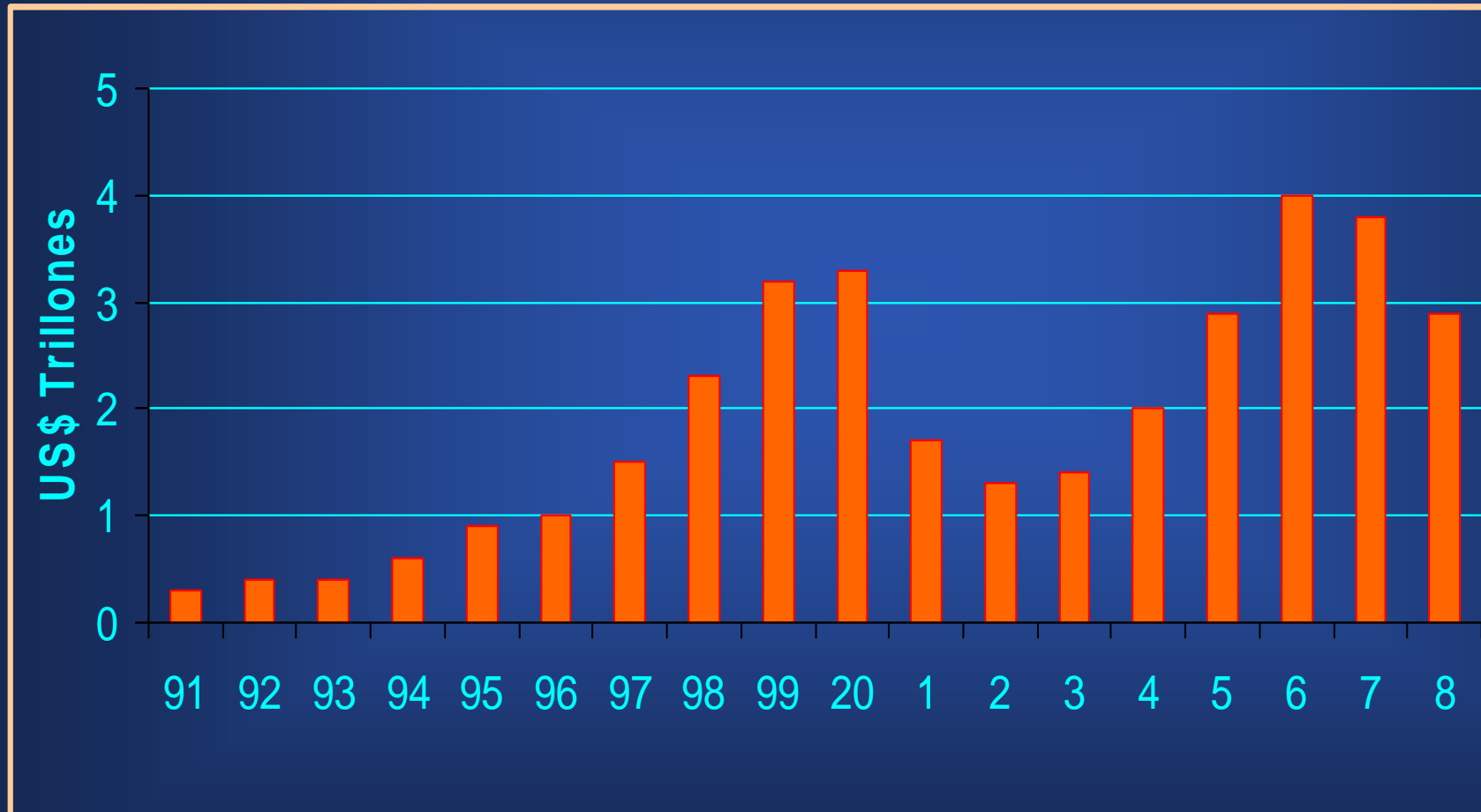


## Dimensión Del Proceso

- La Figura 1 retrata a evolución das adquisiciones y fusiones globales en lo período 1991-2008;
- En 2006, o total de transacciones fue de US\$ 4 trillones. En 2008, las primeras estimativas indican un valor de US\$ 2,9 trillones cerca de 30% abajo do total observado en 2007 (US\$ 3,8 trillones);
- Aproximadamente 1.100 transacciones negociadas y acertadas fueran posteriormente canceladas. En 2008, los únicos países que presentaran crecimiento en lo numero de transacciones fueran Brasil (93%) y China (25%).

# Dimensión Del Proceso

## Figura 1 – Adquisiciones y Fusiones Globales



Fuente : Thomson Reuters

## Dimensión Del Proceso

- ➔ Mayores transacciones globales de adquisiciones y fusiones in 2008.

Empresa	Comprador	Valor da Transacción
1. Philip Morris	Shareholders	US\$113.0 billion
2. Anheuser-Busch	InBev NV	US\$60.4 billion
3. Merrill Lynch	BofA	US\$48.8 billion
4. Genentech	Roche Holdings	US\$43.7 billion
5. Time Warner	Shareholders	US\$42.1 billion
6. Alltel Corp	Verizon	US\$28.1 billion
7. Alcon Inc	Novartis AG	US\$27.7 billion
8. RBS	HM Treasury	US\$26.1 billion
9. HBOS Plc	Lloyds TSB	US\$25.4 billion
10. Wm Wrigley Jr Co	Mars Inc	US\$23.2 billion

Fuente : Thomson Reuters

**BAMBURRA**

## Dimensión Del Proceso

- Principales consultorías en adquisiciones y fusiones globales in 2008.

Empresa	Valor das Transacciones
1. Goldman Sachs	US\$816.1 billion
2. JPMorgan	US\$773.1 billion
3. Citigroup	US\$705.3 billion
4. UBS	US\$565.2 billion
5. Morgan Stanley	US\$553.3 billion
6. Merrill Lynch	US\$507.8 billion
7. Credit Suisse	US\$478.6 billion
8. Deutsche Bank AG	US\$436.0 billion
9. Barclays Capital	US\$318.4 billion
10. BNP Paribas SA	US\$269.4 billion

Fuente : Thomson Reuters

**BAMBURRA**

## Dimensión Del Proceso

- Las comisiones son a fuente más importante de ingresos para los bancos de investimento. En 2008, estima-se que o total generado alcance US\$ 34.2 billones, una queda de 30% en relación a 2007;
- En 2009, considerando a extensión y gravedad da situación económica, las perspectivas son de aumento en las transacciones (especialmente) de porte mediano;

## Dimensión Del Proceso

- Las comisiones referentes as fusiones y adquisiciones son a principal fuente de renta dos bancos. En 2008, o montante global de pagos fue de US\$ 34,2 billones representando una queda de 32% en relación a 2007;
- Reflectando a situación económica actual, en 2009 o flujo de pagos de comisiones deberá aumentar debido al incremento en las fusiones y adquisiciones y también a reestructuración de empresas. Todavía, lo tamaño mediano das transacciones deberá ser menor;

## Dimensión Del Proceso

- En la verdad, para cualquier empresa con problemas financieros las fusiones y adquisiciones son una alternativa a ser considerada;
- Por su turno, para las empresas capitalizadas surgirán excelentes oportunidades de adquisición. Empresas de China, Japón y India, con alta capitalización y foco global deberán ocupar papel de destaque.

## Dimensión Del Proceso

- Todas as regiones y sectores fueran afectados. Para as empresas muy alavancadas y con problemas de liquidez as operaciones de fusión y adquisición pueden representar una alternativa estratégica;
- As empresas que deberán tener una postura de adquisición serán as más capitalizadas y con acciones más estables. As empresas de China y Japón que están muy capitalizadas y tienen interese en adquisiciones internacionales deberán ser muy activas;
- 2009 podrá ser un periodo exitoso para reforzar o planeamiento estratégico y aprovechar los bajos precios de mercado.



## Impacto Económico

- Como resultado da cuarta onda de consolidación, a UE estableció una política de defensa económica *antitrust* y promulgó directiva acerca das fusiones y adquisiciones;

## Impacto Económico

- Como resultado da cuarta onda de consolidación, a UE estableció una política de defensa económica *antitrust* y promulgó directiva acerca das fusiones y adquisiciones;
- En nivel regional algunos países tuvieron que adaptar su políticas nacionales, especialmente no que se refiere a desregulación de algunas actividades: mercados financieros, transporte, comunicaciones etc;

## Impacto Económico

- Segmentos importantes de la economía europea tuvieran que operar segundo mecanismos de mercado y competición internacional;

## Impacto Económico

- Segmentos importantes de la economía europea tuvieron que operar segundo mecanismos de mercado y competición internacional;
- Lo segmento de seguros fue un dos más dinamizados en la medida que barreras até entonces existentes fueran removidas. En los primeros anos da década de 90, fue observada fuerte consolidación no sector de seguros alimentada por transacciones entre fronteras;

# Proceso Decisorio

Fase I: Interna

Fase II: Externa

Fase III: Legal, Económica, Financiera, Contabilidad

Fase IV: Operacional

Estrategia

Pesquisa;  
Empresa  
Alvo

Valor

Oferta  
Inicial

Auditagem

Negociación  
Aprobación  
Cierre

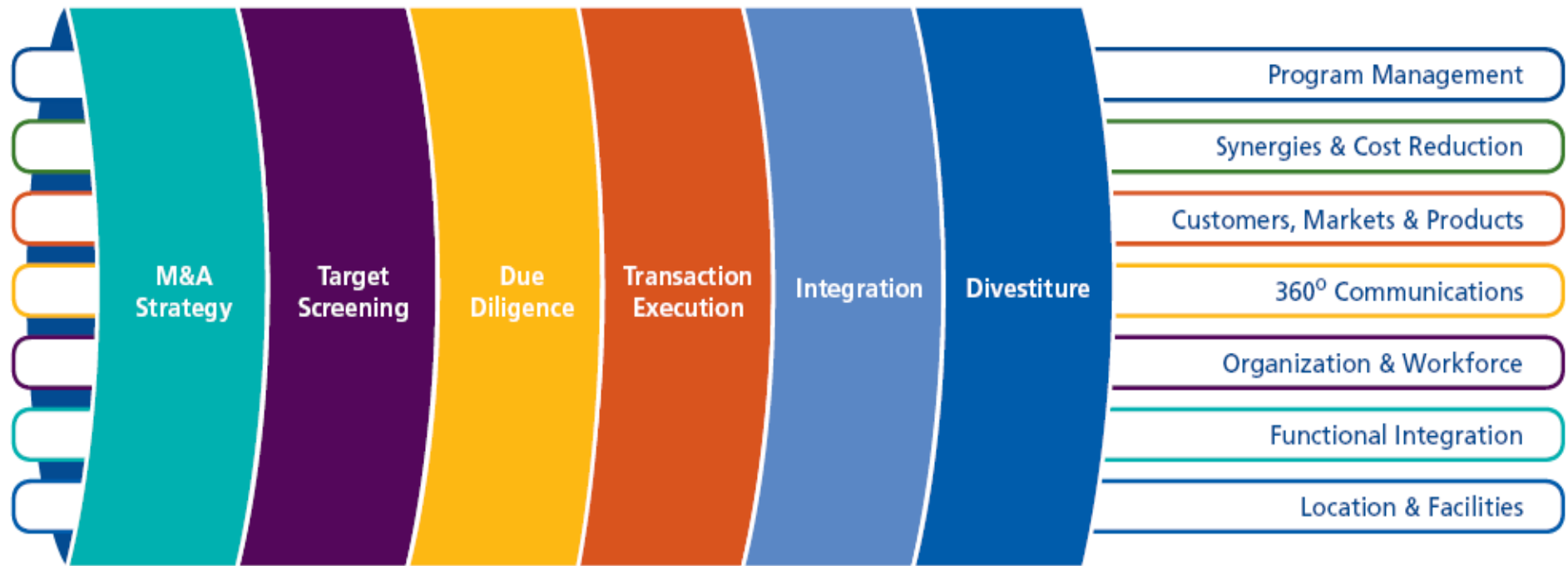
Integración y  
Reposiciona/

Fuente: CAS Limited, 2000 (modificado).

**BAMBURRA**

# Proceso Decisorio

## Deloitte Merger & Acquisition Methodology



Fuente : Deloitte Consulting LLP

# Proceso Decisorio



## Gestión Post Adquisición:

- ✓ Planeamiento;
- ✓ Concepción arquitectura de integración
- ✓ Adherencia estratégica;
- ✓ Identificación sinergias;
- ✓ Identificación de obstáculos y desafíos;
- ✓ Definición objetivos y metas;
- ✓ Definición de plazo para integración
- ✓ Escolla da equipe de integração;
- ✓ Equilibrar a execução da integração con a gerencia do negócio.

## Gestión Post Adquisición

- Estudios da Wharton School sugerem que nos anos 90, na média, não houve criação de valor para a empresa adquirente muito embora a variância observada entre os casos de sucesso e insucesso tenha sido elevada;



## Gestão Post Adquisição

- Estudos da Wharton School sugerem que nos anos 90, na média, não houve criação de valor para a empresa adquirente muito embora a variância observada entre os casos de sucesso e insucesso tenha sido elevada;
- Essa grande variação seria derivada das decisões relativas à gestão pós-aquisição incluindo seus aspectos organizacionais. Essas duas dimensões explicariam a variabilidade das observações e permitiriam entender como o valor é criado e sob quais condições ele pode ocorrer ou não;

## Gestión Post Adquisición

- Para o estudo, a performance da aquisição é definida como o comportamento do retorno dos ativos totais da adquirente, um ano antes da aquisição e três anos após a conclusão da transação;

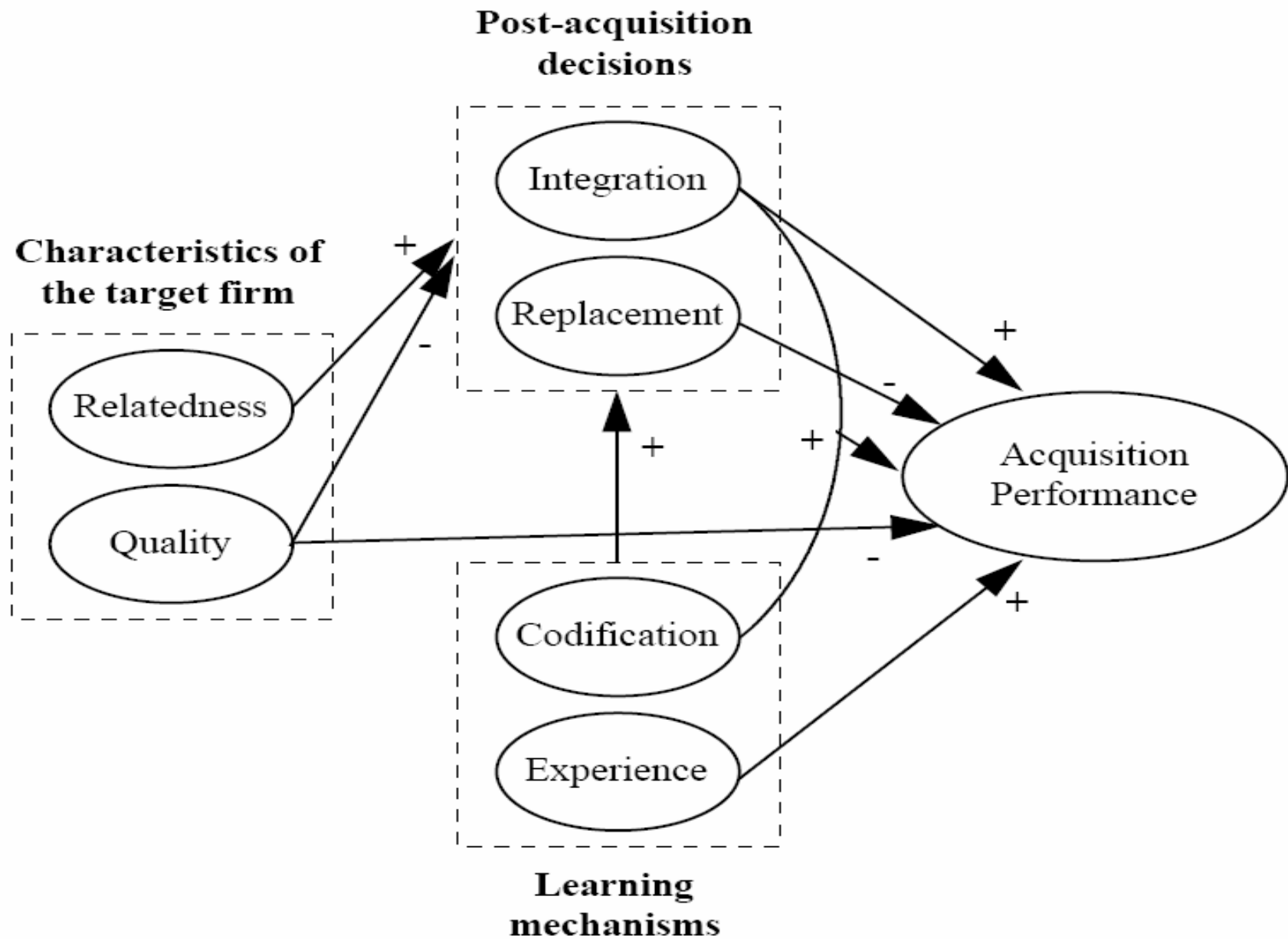
## Gestão Post Adquisição

- Para o estudo, a performance da aquisição é definida como o comportamento do retorno dos ativos totais da adquirente, um ano antes da aquisição e três anos após a conclusão da transação;
- Qualidade (performance antes da aquisição) da empresa alvo tem um impacto negativo – seria mais fácil agregar valor quando a empresa é mal administrada;

## Gestão Post Adquisição

- A similaridade entre os recursos das empresas (mercado geográfico) parece não afetar o desempenho, muito embora induza a empresa adquirente a substituir os altos escalões da administração da empresa alvo e a perseguir um nível mais elevado de integração entre as empresas;

# Gestión Post Adquisición



## Evaluación

- Evaluación de adquisiciones son complejas porque contemplan aspectos relacionados a obtención do controle y captura das sinergias;

## Evaluación

- Evaluación de adquisiciones son complejas porque contemplan aspectos relacionados a obtención de control y captura de sinergias;
- Cuando considerar las sinergias?

## Evaluación

- Evaluación de adquisiciones son complejas porque contemplan aspectos relacionados a obtención de control y captura de sinergias;
- Cuando considerar las sinergias?
- Las sinergias pueden ser evaluadas? En caso afirmativo como?



## Evaluación

- Evaluación de adquisiciones son complejas porque contemplan aspectos relacionados a obtención de control y captura de sinergias;
- Cuando considerar las sinergias?
- Las sinergias pueden ser evaluadas? En caso afirmativo como?
- Donde o método de pago entra en el proceso?

## Evaluación

- Evaluación de adquisiciones son complejas porque contemplan aspectos relacionados a obtención de control y captura de sinergias;
- Cuando considerar las sinergias?
- Las sinergias pueden ser evaluadas? En caso afirmativo como?
- Donde o método de pago entra en el proceso?
- Cual es el valor de control?

## Evaluación

- Evaluación de adquisiciones son complejas porque contemplan aspectos relacionados a obtención do controle y captura das sinergias;
- Cuando considerar as sinergias?
- As sinergias pueden ser evaluadas? En caso afirmativo como?
- Donde o método de pagamento entra en lo proceso?
- Cual o valor do controle?
- Como estimar o valor do controle?

# Evaluación

➤ Sinergia operacional

# Evaluación

## ➤ Sinergia operacional

- ✓ Reducciones de costo;
- ✓ Aumento en la tasa de crecimiento;
- ✓ Aumento en la participación no mercado;

# Evaluación

## ➤ Sinergia operacional

- ✓ Reducciones de costo;
- ✓ Aumento en la tasa de crecimiento;
- ✓ Aumento en la participación no mercado;

## ➤ Sinergia financiera

# Evaluación

## ➤ Sinergia operacional

- ✓ Reducciones de costo;
- ✓ Aumento en la tasa de crecimiento;
- ✓ Aumento en la participación no mercado;

## ➤ Sinergia financiera

- ✓ Reducciones de impuestos;
- ✓ Mayor capacidad relativa de captación de recursos;
- ✓ Mayor disponibilidad relativa de recursos y de proyectos;

## Evaluación

- A empresa prefiere pagar en acciones cuando estas están bien evaluadas. Entonces el premio de pago es mayor cuando la transacción se realiza con base en acciones;



## Evaluación

- A empresa prefiere pagar en acciones cuando estas están bien evaluadas. Entonces el premio pago es mayor cuando la transacción es realizada con base en acciones;
- Pagamientos en dinero generan pagos de impuestos;

## Evaluación

- A empresa prefiere pagar en acciones cuando estas están bien evaluadas. Entonces el premio a pago es mayor cuando la transacción es realizada con base en acciones;
- Pagamientos en dinero generan pagos de impuestos;
- Pagamientos con acciones - razón de cambio:

## Evaluación

- ➔ A empresa prefere pagar en acciones cuando estas están bien evaluadas. Entonces el premio de pago es mayor cuando la transacción es realizada con base en acciones;
- ➔ Pagamientos en dinero generan pagos de impuestos;
- ➔ Pagamientos con acciones - razón de cambio:
  - ✓  $\text{Valor da acción da empresa compradora} / \text{Valor da acción da empresa a ser adquirida}$ ;

## Evaluación

- ➔ A empresa prefere pagar en acciones cuando estas están bien evaluadas. Entonces el premio pago es mayor cuando la transacción es realizada con base en acciones;
- ➔ Pagamientos en dinero generan pagos de impuestos;
- ➔ Pagamientos con acciones - razón de cambio:
  - ✓  $\text{Valor da acción da empresa compradora} / \text{Valor da acción da empresa a ser adquirida}$ ;
  - ✓ Cuanto mayor la razón de cambio mayor la transferencia de valor da empresa compradora para la empresa adquirida. Cuanto menor la relación mayor la transferencia de valor para la empresa compradora.

## Evaluación

- O valor do controle é inversamente proporcional a cualidad da gestión da empresa a ser adquirida. Para empresas bien administradas o valor do controle é menor;

## Evaluación

- O valor do controle é inversamente proporcional a cualidad da gestión da empresa a ser adquirida. Para empresas bien administradas o valor do controle é menor;
- Valor do controle:

## Evaluación

- ➔ O valor do controle é inversamente proporcional a cualidad da gestión da empresa a ser adquirida. Para empresas bien administradas o valor do controle é mayor;
- ➔ Valor do controle:
  - ✓ Valor da empresa reestructurada – Valor da empresa adquirida;

## Evaluación

- O valor do controle é inversamente proporcional a cualidad da gestión da empresa a ser adquirida. Para empresas bien administradas o valor do controle é menor;
- Valor do controle:
  - ✓ Valor da empresa reestructurada – Valor da empresa adquirida;
- Valor da sinergia – un aspecto crucial é que a empresa a ser adquirida controle recursos – patentes; enerxía; minerais; canales de distribución – que serán máis valorados pela gestión da nueva empresa;



## Evaluación

- En la adquisición horizontal los objetivos perseguidos son a economía de escala, reducciones de costo y incremento en la participación no mercado con aumento en las márgenes de lucro;

## Evaluación

- En la adquisición horizontal los objetivos perseguidos son a economía de escala, reducciones de costo y incremento en la participación no mercado con aumento en las márgenes de lucro;
- En la integración vertical a sinergia é generada pelo controle de otras etapas do proceso productivo y da cadena de actividades;

## Evaluación

- ➔ En la adquisición horizontal los objetivos perseguidos son a economía de escala, reducciones de costo y incremento en la participación no mercado con aumento en las márgenes de lucro;
- ➔ En la integración vertical a sinergia é generada pelo controle de otras etapas do proceso productivo y da cadena de actividades;
- ➔ En la integración funcional a sinergia é generada pela combinación de segmentos de excelencias das empresas;

# Evaluación

➤ Evaluando sinergias:

# Evaluación



## Evaluando sinergias:

- ✓ As empresas son evaluadas independientemente pelo descontó do fluxo neto de caixa de cada empresa con base no custo de capital mediano de cada empresa;

# Evaluación



## Evaluando sinergias:

- ✓ As empresas son evaluadas independientemente pelo descontó do fluxo neto de caixa de cada empresa con base no custo de capital mediano de cada empresa;
- ✓ O valor da nueva empresa, sen sinergia, é estimado a partir da soma dos valores actualizados das dos empresas;

# Evaluación



## Evaluando sinergias:

- ✓ As empresas son evaluadas independientemente pelo descontó do fluxo neto de caixa de cada empresa con base no custo de capital mediano de cada empresa;
- ✓ O valor da nueva empresa, sen sinergia, é estimado a partir da soma dos valores actualizados das dos empresas;
- ✓ Os efectos esperados das sinergias (por exemplo crecimiento das vendas) son inseridos no modelo y a nueva empresa é reevaluada con base en las hipótesis y estimativas;

## Evaluación



### Evaluando sinergias:

- ✓ As empresas son evaluadas independientemente pelo descontó do fluxo neto de caixa de cada empresa con base no custo de capital mediano de cada empresa;
- ✓ O valor da nueva empresa, sen sinergia, é estimado a partir da soma dos valores actualizados das dos empresas;
- ✓ Os efectos esperados das sinergias (por exemplo crecimiento das vendas) son inseridos no modelo y a nueva empresa é reevaluada con base en las hipótesis y estimativas;



Valor das sinergias = valor da nueva empresa con sinergia – valor da nueva empresa sen sinergia;



## Evaluación

➔ Ejemplos de Sinergia financiera:

## Evaluación



### Ejemplos de Sinergia financiera:

- ✓ empresa compradora muy capitalizada más con portafolio de proyectos limitado versus empresa con buenos proyectos pero sen recursos. O valor da sinergia é o valor neto actual dos proyectos viabilizados pela transacción;

# Evaluación

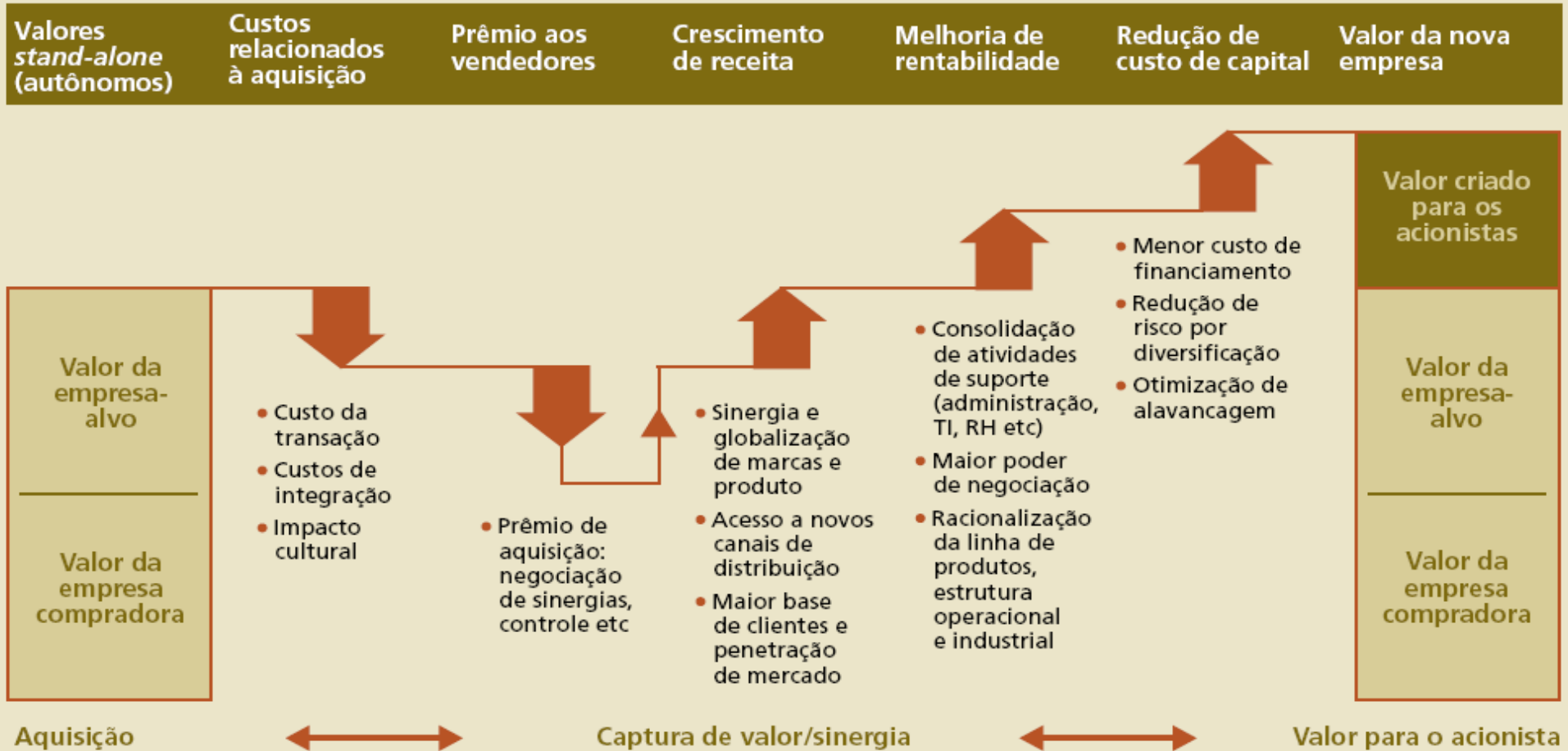


## Ejemplos de Sinergia financiera:

- ✓ empresa compradora muy capitalizada más con portafolio de proyectos limitado versus empresa con buenos proyectos pero sin recursos. O valor da sinergia é o valor neto actual dos proyectos viabilizados pela transacción;
- ✓ empresa compradora capitalizada y con pagos de impuestos elevados versus empresa con posibilidad de deducción de impuestos pero sin condiciones de aprovechamiento. O valor da sinergia é o valor neto actual da reducción de impuestos proporcionada pela transacción;

# Evaluación

## Geração de valor aos acionistas



## Fases do processo de venda de uma empresa

### Estratégia de venda

- Objeto da alienação (entidade jurídica, carteira de clientes etc)
- Participação a ser alienada
- Perfil de potenciais investidores
- Moeda de venda (caixa, ações etc)

#### Avaliação da empresa e memorando informativo

- Estimativa de faixa de valor para a empresa (fluxo de caixa descontado e múltiplos de mercado)
- Preparação de um memorando informativo a ser fornecido a potenciais investidores

#### Prospecção e contatos

- Identificação de potenciais interessados e respectivos graus de interesse
- Envio de *tease letters*
- Celebração de acordos de confidencialidade
- Apresentação do memorando e do processo de venda

#### Negociação

- Análise e negociação das ofertas preliminares
- Escolha da melhor oferta e assinatura de carta de intenção
- *Due diligence* (auditoria da aquisição)

#### Estruturação da transação

- Oferta final – valor e condições para a conclusão da transação:
  - Modelo societário
  - Contas-caução
  - Garantias
  - Transição das operações e dos executivos
  - Planejamento fiscal

#### Fechamento da transação

- Elaboração e assinatura de contratos e atos societários
- Divulgação da transação conforme regulamentações do mercado (Cade, bolsa de valores e mídia, se aplicável)
- Liquidação financeira

## Due Dilligence

➤ Cuestiones Cruciales;

## Due Dilligence



Cuestiones Cruciales;

✓ Lo que está siendo efectivamente adquirido?

## Due Dilligence



### Cuestiones Cruciales;

- ✓ Lo que está siendo efectivamente adquirido?
- ✓ Cual lo valor de la empresa (solo) a ser comprada?



## Due Dilligence



### Cuestiones Cruciales;

- ✓ Lo que está siendo efectivamente adquirido?
- ✓ Cual lo valor de la empresa (solo) a ser comprada?
- ✓ Cuales son las sinergias?

## Due Dilligence



### Cuestiones Cruciales;

- ✓ Lo que está siendo efectivamente adquirido?
- ✓ Cual lo valor de la empresa (solo) a ser comprada?
- ✓ Cuales son las sinergias?
- ✓ Cuales son los pasivos actuales y potenciales?

## Due Dilligence



### Cuestiones Cruciales;

- ✓ Lo que está siendo efectivamente adquirido?
- ✓ Cual lo valor de la empresa (solo) a ser comprada?
- ✓ Cuales son las sinergias?
- ✓ Cuales son los pasivos actuales y potenciales?
- ✓ Cual lo valor de abandono de la transacción?

## Due Dilligence



### Cuestiones Cruciales;

- ✓ Lo que está siendo efectivamente adquirido?
- ✓ Cual lo valor de la empresa (solo) a ser comprada?
- ✓ Cuales son las sinergias?
- ✓ Cuales son los pasivos actuales y potenciales?
- ✓ Cual lo valor de abandono de la transacción?



### Dinámica da Transacción y lo momento cierto;

# Due Dilligence



## Cuestiones Cruciales;

- ✓ Lo que está siendo efectivamente adquirido?
- ✓ Cual lo valor de la empresa (solo) a ser comprada?
- ✓ Cuales son las sinergias?
- ✓ Cuales son los pasivos actuales y potenciales?
- ✓ Cual lo valor de abandono de la transacción?



## Dinámica da Transacción y lo momento cierto;

- ✓ Inercia;
- ✓ Arrogancia;
- ✓ Competición.

## Due Dilligence

- Dimensión y Etapas;
- Plazo y Costos;
- La Lógica Estratégica;
- Capacidad de Implementación;
- Capacidad de Abandonar la Transacción;
- Costo de Abandono da Transacción

## Causas de Fracaso

- Las causas son variadas permitiendo muchas interacciones. Tiene su origen en dos periodos: antes de adquisición y post-adquisición;

## Causas de Fracaso

- Las causas son variadas permitiendo muchas interacciones. Tiene su origen en dos periodos: antes de adquisición y post-adquisición;
- Antes de Adquisición:
  - ✓ Subestimación de plazos para apropiación das sinergias;



## Causas de Fracaso

- Las causas son variadas permitiendo muchas interacciones. Tiene su origen en dos periodos: antes de adquisición y post-adquisición;
- Antes de Adquisición:
  - ✓ Subestimación de plazos para apropiación das sinergias;
  - ✓ Flujo de fondos inadecuado;

## Causas de Fracaso

- Las causas son variadas permitiendo muchas interacciones. Tiene su origen en dos periodos: antes de adquisición y post-adquisición;
- Antes de Adquisición :
  - ✓ Subestimación de plazos para apropiación das sinergias;
  - ✓ Flujo de fondos inadecuado;
  - ✓ Sobreprecio: orgullo y arrogancia en procesos competitivos induciendo elevados precios para las adquisiciones; y

## Causas de Fracaso

- ➔ Las causas son variadas permitiendo muchas interacciones. Tiene su origen en dos periodos: antes de adquisición y post-adquisición;
- ➔ Antes de Adquisición:
  - ✓ Subestimación de plazos para apropiación das sinergias;
  - ✓ Flujo de fondos inadecuado;
  - ✓ Sobreprecio: orgullo y arrogancia en procesos competitivos induciendo elevados precios para las adquisiciones; y
  - ✓ La manifestación de obstáculos de orden legal o política más serios entre otros aspectos.

## Causas de Fracaso



### Post-Adquisición:

✓ No que concerní al periodo post-adquisición la superestimación de la capacidad de integrar las operaciones despunta como lo factor mas expresivo. Esta etapa configura la consolidación efectiva da transacción;

## Causas de Fracaso



### Post-Adquisición:

- ✓ No que concerní al periodo post-adquisición la superestimación de la capacidad de integrar las operaciones despunta como lo factor mas expresivo. Esta etapa configura la consolidación efectiva da transacción;
- ✓ Otro vector importante é la manifestación de desembolsos y costos de aglomeración non previstos anteriormente en función, por ejemplo, de pasivos y demandas non esperadas;

## Causas de Fracaso



### Post-Adquisición:

- ✓ No que concerní al periodo post-adquisición la superestimación de la capacidad de integrar las operaciones despunta como lo factor mas expresivo. Esta etapa configura la consolidación efectiva da transacción;
- ✓ Otro vector importante é la manifestación de desembolsos y costos de aglomeración non previstos anteriormente en función, por ejemplo, de pasivos y demandas non esperadas;
- ✓ Superestimación das do valor das sinergias a serem capturadas;

## Causas de Fracaso

- Pular etapas;
- Paralisar a avaliação;
- Re-trabalho;
- Perfil e experiência da equipe;
- Disponibilidade de recursos;
- Tempo insuficiente;

## Causas de Fracaso

- Na verdade, os estudos empíricos sugerem que nas aquisições grande parte do valor criado para os acionistas é direcionado para o vendedor;



## Causas de Fracaso

- Na verdade, os estudos empíricos sugerem que nas aquisições grande parte do valor criado para os acionistas é direcionado para o vendedor;
- Na média, os ágios ou prêmios pagos oscilam entre 10 e 35% do valor de mercado da empresa alvo antes do anúncio da transação;

## Causas de Fracaso

- A empresa adquirente usualmente enfrenta uma falta aguda de informações. Nesse sentido, a identificação e avaliação sinergias, por exemplo, é realizada na melhor das hipóteses em condições de acesso limitado às informações junto à gerência superior da empresa alvo, seus fornecedores, associados etc;

## Causas de Fracaso

- A empresa adquirente usualmente enfrenta uma falta aguda de informações. Nesse sentido, a identificação e avaliação sinergias, por exemplo, é realizada na melhor das hipóteses em condições de acesso limitado às informações junto à gerência superior da empresa alvo, seus fornecedores, associados etc;
- Os erros mais expressivos ocorrem do lado das entradas de caixa (receita). Essa realidade é particularmente perversa na medida em que essa componente legitima a racionalidade estratégica de grande parte das transações;

## Causas de Fracaso

- Finalmente, outro erro comum associado às estimativas das receitas diz respeito a falha em considerar incompatibilidades (*dis-synergies*) que provoquem uma queda na receita da empresa resultante da transação por motivos de ordem legal, econômica etc;

# Adquisición Hostil

➔ Pastilla de Veneno;

## Caso Seleccionado

➔ O Caso VALE-INCO;

**Muchas Gracias**

Eduardo Vale, DSc

Coordenador

**CIMN** – Centro de Inteligência do Mineral-Negócio

[www.bamburra.com/cimn.htm](http://www.bamburra.com/cimn.htm)

[cimn@bamburra.com](mailto:cimn@bamburra.com)

Diretor-Presidente

**BAMBURRA** – Planejamento & Economia Mineral Ltda

[info@bamburra.com](mailto:info@bamburra.com)

Skype: bamburra

Tel: 5521 2439 8153 / 2449 1756

Fax: 5521 2493 2881

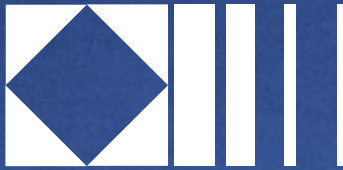
Caixa Postal 37005 – Rio de Janeiro – RJ. 22622970 - BRASIL



[bamburra.com](http://www.bamburra.com)

**BAMBURRA**





Companhia  
Vale do Rio Doce

A new step towards value creation  
**The acquisition of Inco**



August 11, 2006

# Disclaimer

"This presentation may contain statements that express management's expectations about future events or results rather than historical facts. These forward-looking statements involve risks and uncertainties that could cause actual results to differ materially from those projected in forward-looking statements, and CVRD cannot give assurance that such statements will prove correct. These risks and uncertainties include factors: relating to the Brazilian economy and securities markets, which exhibit volatility and can be adversely affected by developments in other countries; relating to the iron ore business and its dependence on the global steel industry, which is cyclical in nature; and relating to the highly competitive industries in which CVRD operates. For additional information on factors that could cause CVRD's actual results to differ from expectations reflected in forward-looking statements, please see CVRD's reports filed with the Brazilian Comissão de Valores Mobiliários and the U.S. Securities and Exchange Commission."

# Important Information

" This presentation may be deemed to be solicitation material in respect of CVRD's proposed tender offer for the shares of Inco. CVRD will prepare and file a tender offer statement on Schedule TO (containing an offer to purchase and a takeover bid circular) with the United States Securities and Exchange Commission ("SEC"). CVRD, if required, will file other documents regarding the proposed tender offer with the SEC."

INVESTORS AND SHAREHOLDERS ARE URGED TO READ THE TAKEOVER BID CIRCULAR, THE SCHEDULE TO AND ANY OTHER RELEVANT DOCUMENTS FILED OR THAT WILL BE FILED WITH THE SEC WHEN THEY BECOME AVAILABLE BECAUSE THEY WILL CONTAIN IMPORTANT INFORMATION ABOUT THE OFFER FOR INCO SHARES. These documents will be available without charge on the SEC's web site at [www.sec.gov](http://www.sec.gov). Free copies of these documents can also be obtained by directing a request to Kingsdale Shareholder Services Inc., The Exchange Tower, 130 King Street West, Suite 2950, P.O. Box 361, Toronto, Ontario, M5X 1E2, by telephone to 1-866-381-4105 (North American Toll Free) or 416-867-2272 (Overseas), or by email to: [contactus@kingsdaleshareholder.com](mailto:contactus@kingsdaleshareholder.com).

# Agenda

- **The proposed transaction**
- **An overview of Inco**
- **Strategic alignment and expected benefits**

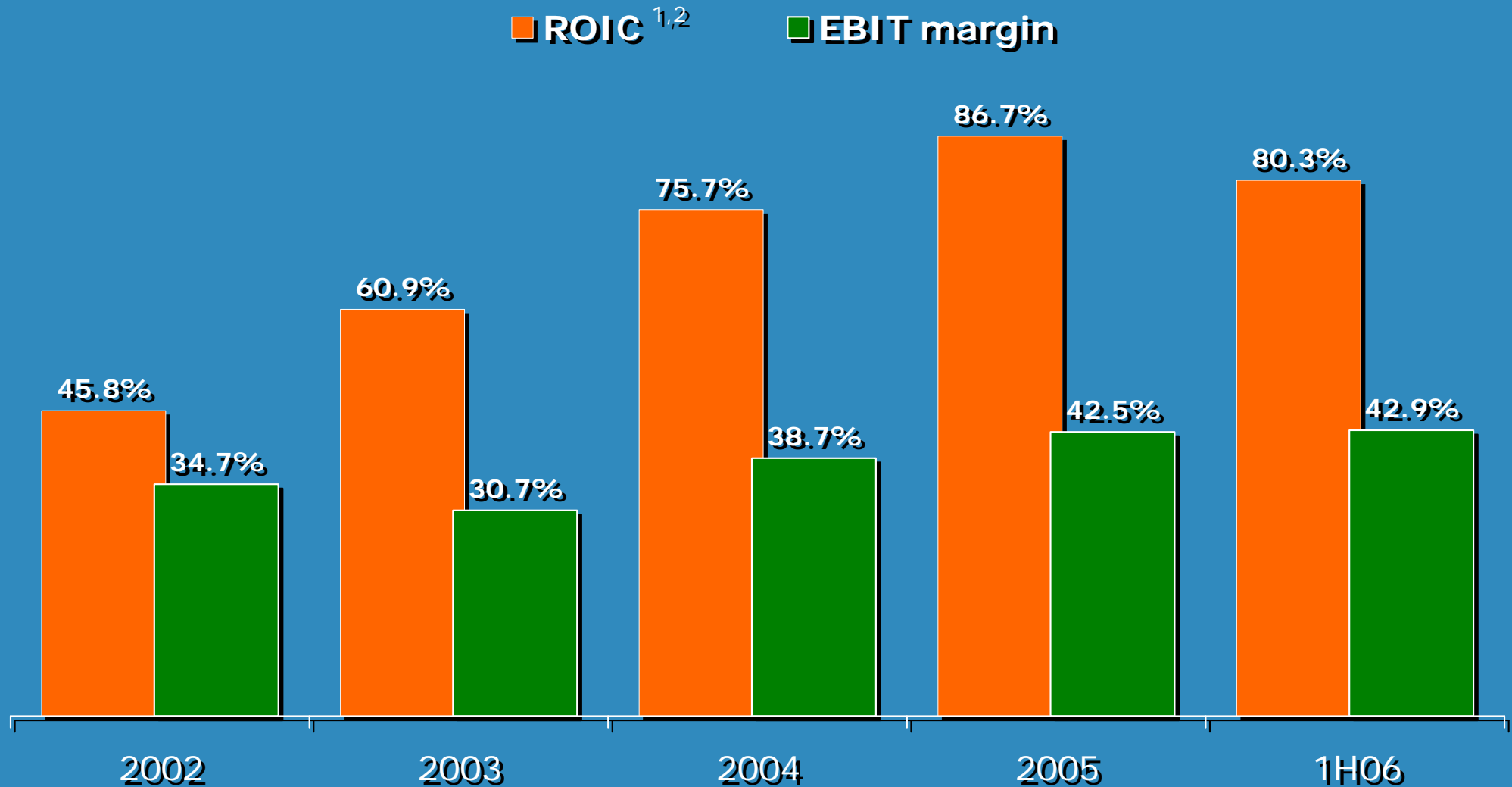


# The proposed transaction

# Discipline in the allocation of capital is one of the most sacred principles adopted by CVRD management

- Investment opportunities are assessed according to their fit with strategic guidelines
- Relevant risks – market, regulatory, labor, tax, environmental, legal – are evaluated
- Projects have to satisfy criteria for cash flow at risk (CF@R) and shareholder value creation

# Capital allocation discipline and good strategy execution spearheaded consistently high performance



<sup>1</sup> Before taxes

<sup>2</sup> Invested capital = PP&E + working capital + R&D

# Organic growth is our priority

- 16 major projects were delivered over the last four years
- A global multi-commodity mineral exploration program is being executed
- Company is developing an exciting project pipeline involving capacity expansions in several segments of the mining industry and entry into new segments (nickel and coal)



**Acquisitions are also a source of value creation. CVRD restructured its business portfolio making several acquisitions - partially financed by divestitures – in the iron ore industry**

**2000-2006\***

**ACQUISITIONS**

**US\$ 5.6 billion**

**DIVESTITURES**

**US\$ 2.5 billion**

\*Year to June 30, 2006

# The proposed transaction

- All-cash offer<sup>1</sup> to acquire 100% of outstanding common shares of Inco Limited (Inco)
- Offer price: Cdn\$ 86.00 per Inco share

<sup>1</sup> Full details of the offer will be included in formal take-over bid circular to be publicly filed and subsequently mailed to Inco shareholders

# All-cash offer allows Inco's shareholders to realize up-front its profitable growth potential without any risk

- Offer price based on our valuation methodology
- Consistent with the generation of significant value to our shareholders over the medium to long term
- Embodies the recognition of synergies available to CVRD

# Deal financing

- Two-year committed bridge loan facility provided by Credit Suisse, UBS, ABN Amro and Santander
  - => 1<sup>st</sup> year, Libor + 40bps; 2<sup>nd</sup> year, Libor + 60bps
- CVRD expects to take out bridge facility with a long-term capital package within 18 months after the closing of the proposed transaction
- CVRD remains firmly committed to maintaining its investment-grade rating => financial flexibility retained

# Financial strength through powerful cash generation

## Pro forma financial ratios - 2006

Total debt / adjusted EBITDA (x)

1.99

EBIT / interest coverage (x)

11.1



# **An overview of Inco**

# Inco, a world leader in nickel

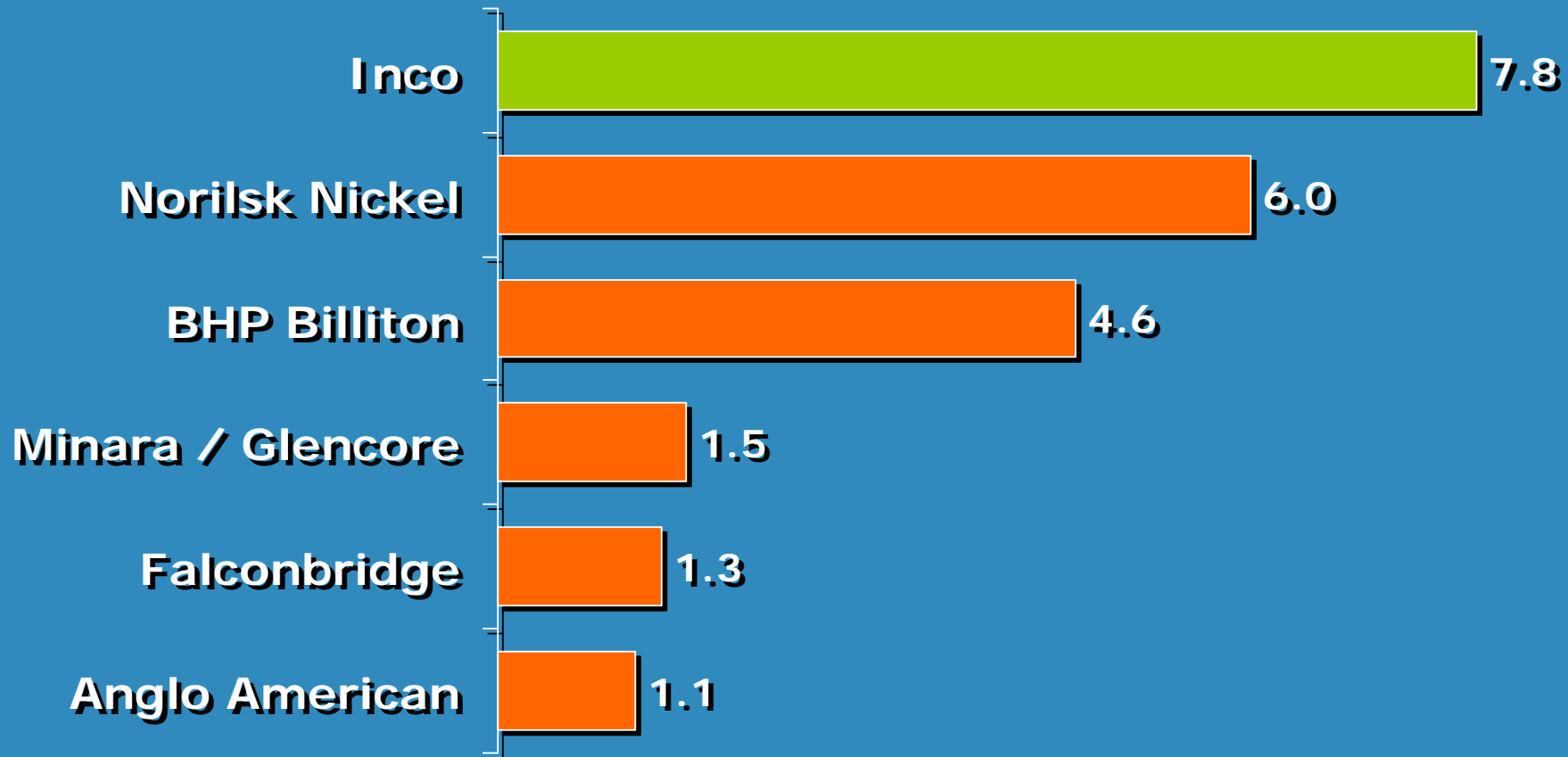
- World's second largest nickel producer
- World's largest nickel reserve base
- One of the world's lowest cost producers of nickel
- A very attractive growth pipeline of projects
- A global leader in nickel technology – powerful brand name and premium products

US\$ million

	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>1H06</b>
Revenue	2,474	4,278	4,518	3,026
Net earnings	146	619	836	674
Total debt	1,706	1,868	1,974	1,921

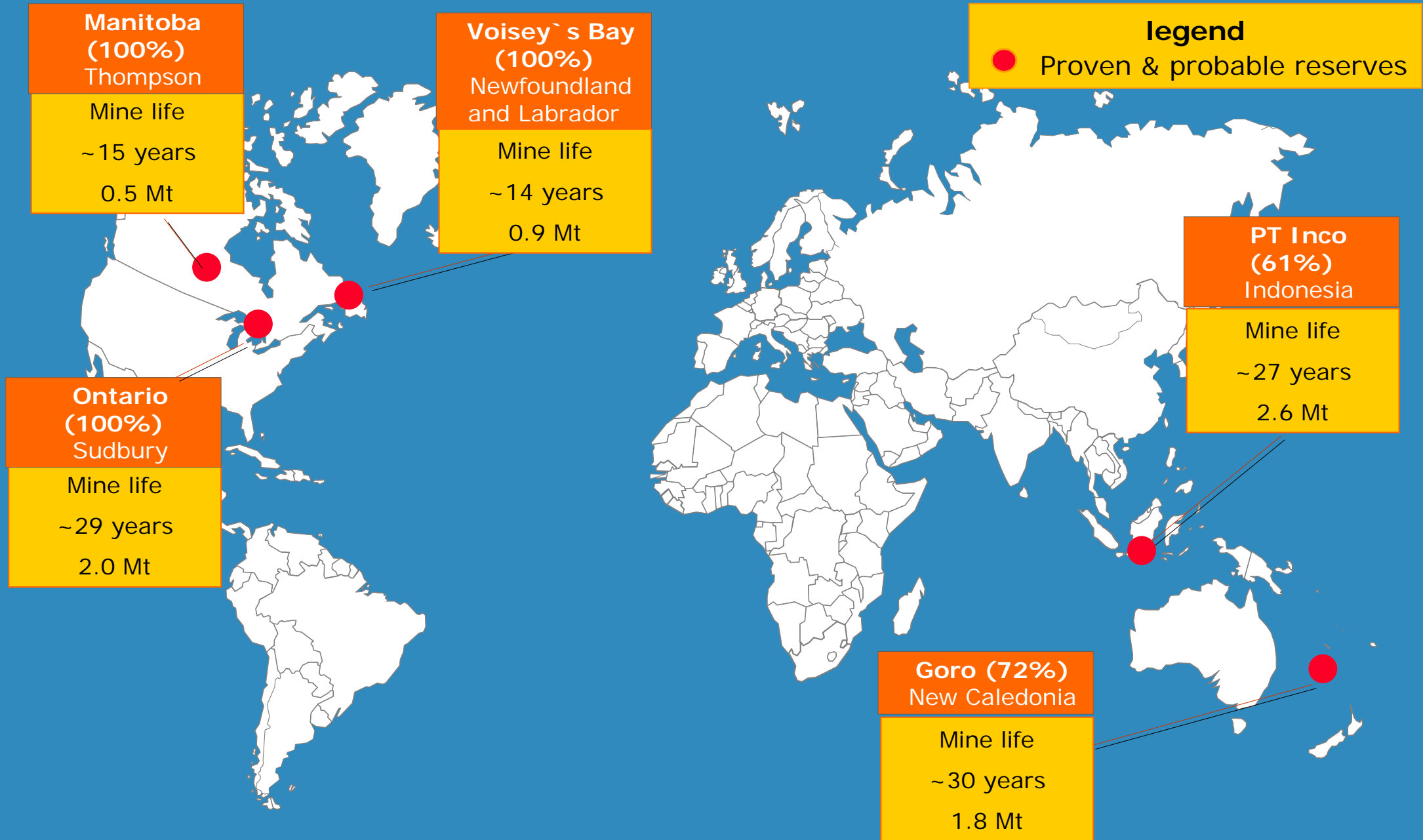
# The largest world reserves

million tons of contained nickel





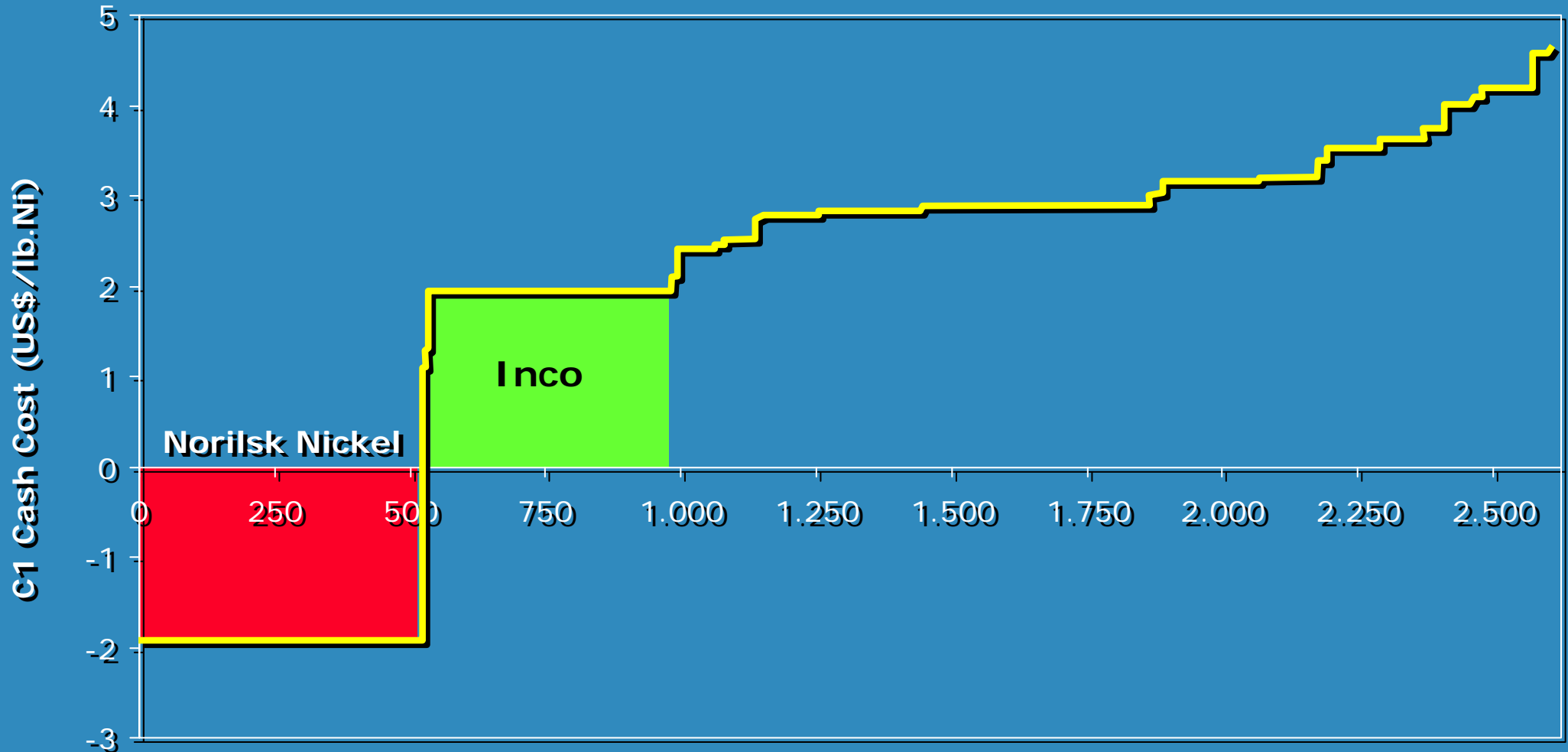
# Large scale, long-life and low-cost nickel assets



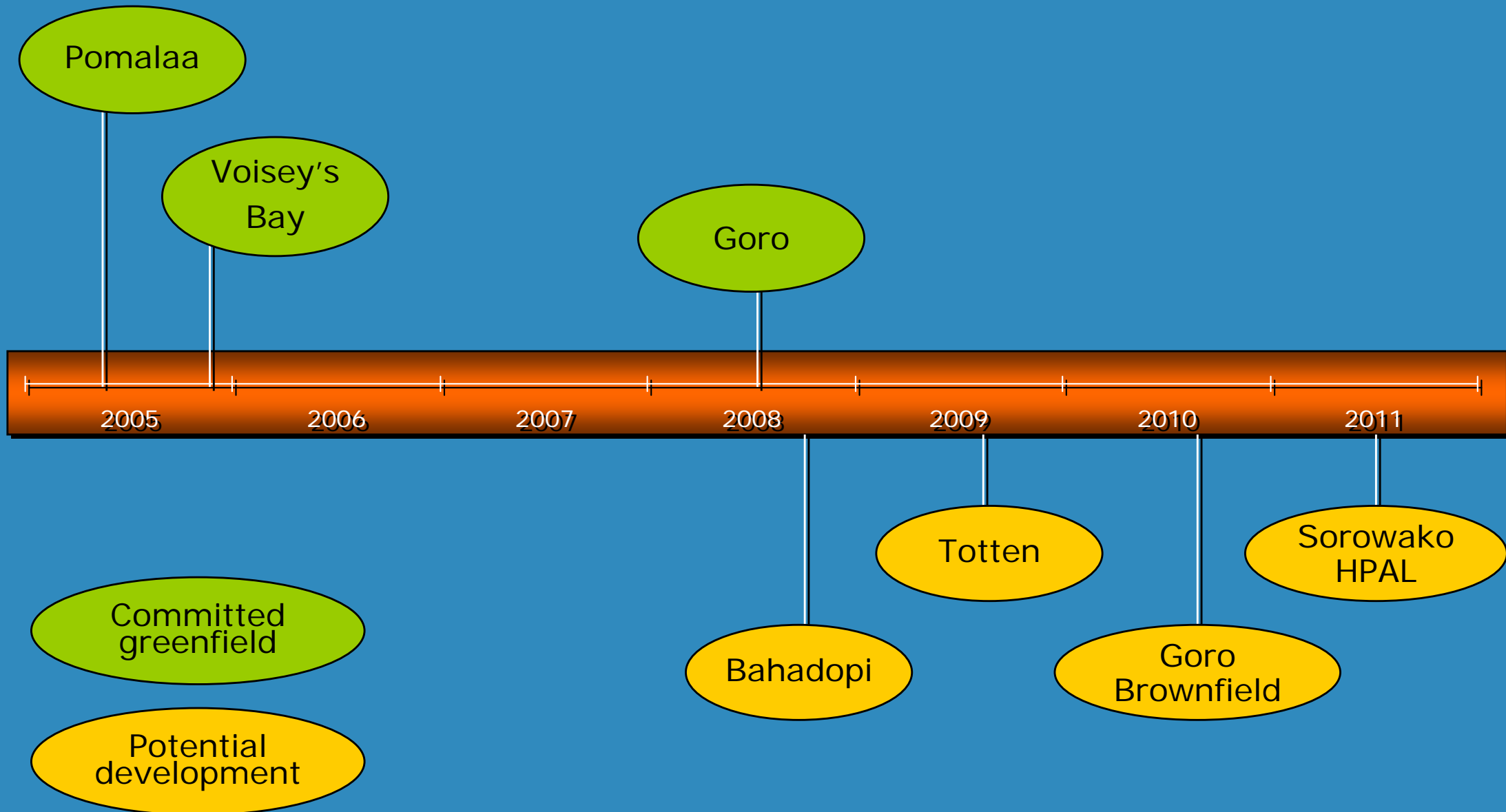
Source: Inco's presentations

# A low-cost producer

2006 industry cash cost



# A world-class strong project pipeline

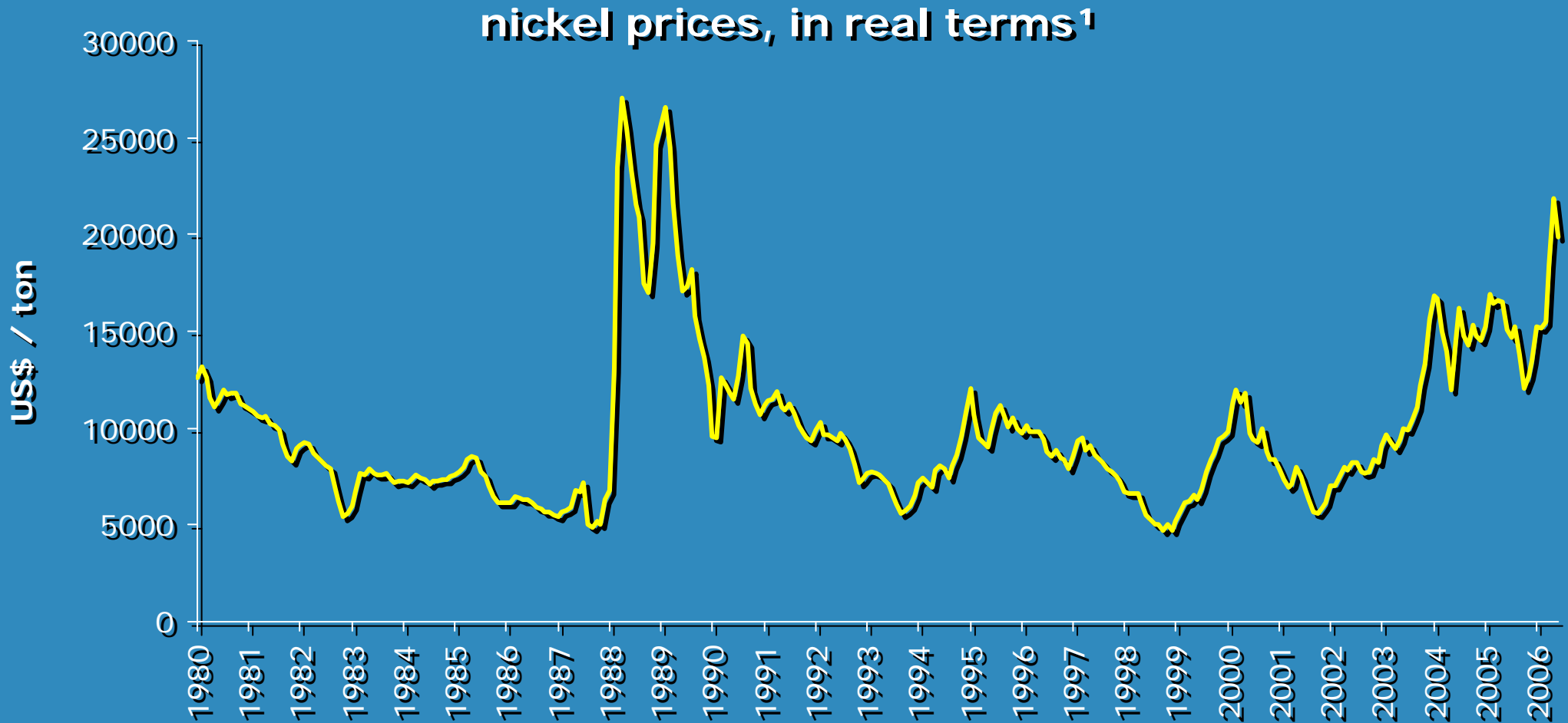


# Inco has the highest growth potential among large nickel producers

**finished primary nickel production**  
**'000 tons of contained nickel**

	<b>2005</b>	<b>2010E</b>	<b>Δ 2010-2005</b>
Inco	204	301	97
Norilsk	242	245	3
BHP Billiton	145	193	48
Jinchuan	91	150	59
Falconbridge	115	119	4
Eramet	60	75	15
Sumitomo	54	64	10

# Low real prices for more than a decade led to underinvestment in nickel



<sup>1</sup> 2005 prices, deflated by US PPI

Sources: LME and CVRD

# China is the main growth driver of the global nickel demand

## Chinese primary nickel consumption

	<b>CAGR</b>
1960-1970	14.9%
1970-1980	1.7%
1980-1990	6.6%
1990-2000	21.6%
2005-2010E	19.6%

# Nickel fundamentals are very strong

- Demand in non-stainless steel applications is being driven by recovery in aerospace industry
- Demand for super-alloys from oil & gas is also increasing. Although still small, consumption in batteries became a high-growth user
- Fund buying is driven by institutional investor diversification into a new asset class to mitigate systematic risk of equity portfolios



**Strategic alignment and  
expected benefits**



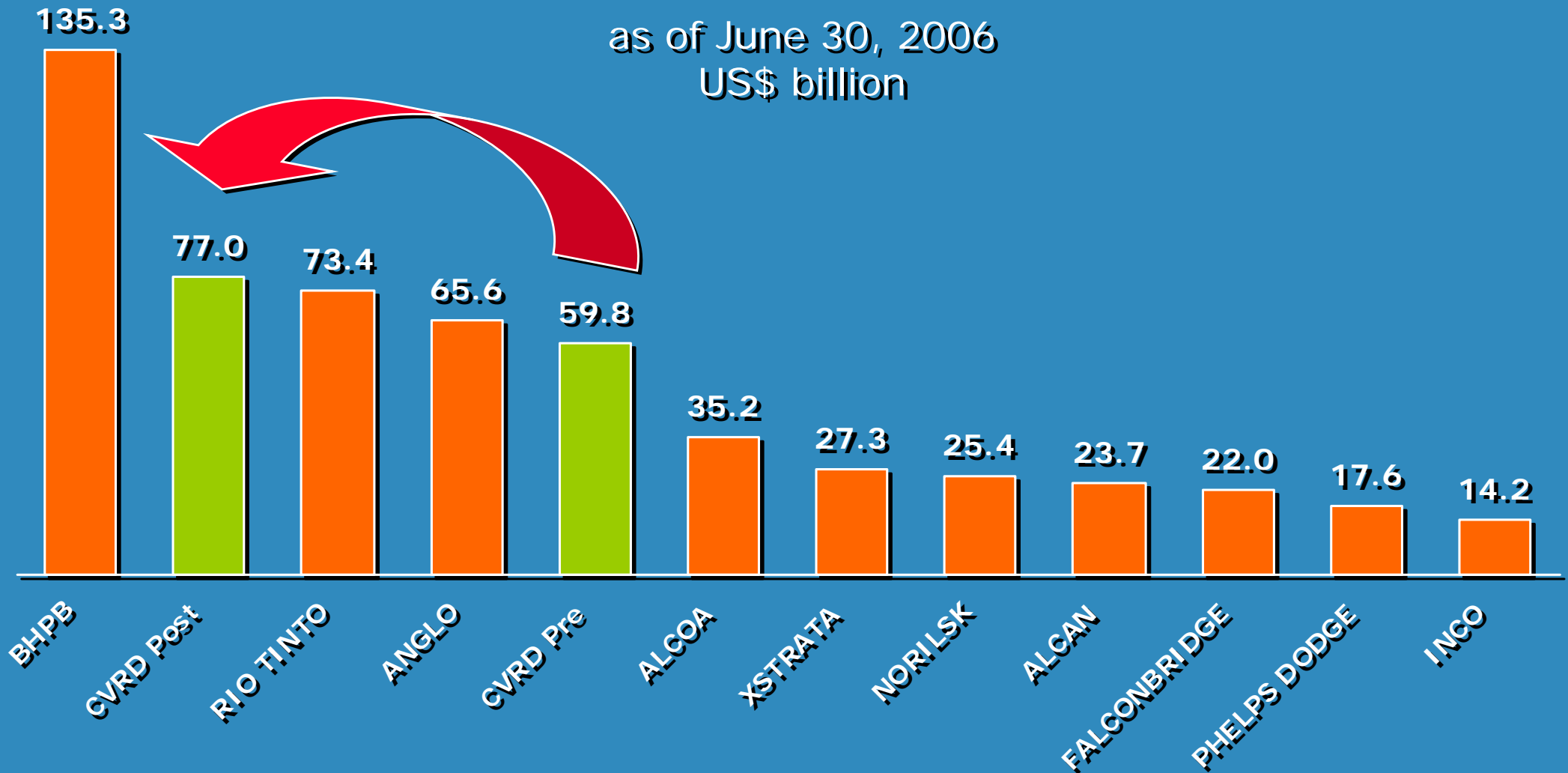
# Strategic alignment

- Consistent with our long-term corporate strategy
- Consistent with our non-ferrous metals business strategy

# Acquisition creates one of three largest mining companies in the world

## Enterprise value

as of June 30, 2006  
US\$ billion



# Global scale with a high quality portfolio of long-life and low-cost assets

- #1 in iron ore & pellets
- #2 in nickel with a clear path to #1
- Future #2 in bauxite and #3 in alumina<sup>1</sup>
- #2 in manganese & ferroalloys

<sup>1</sup> growth provided by our organic pipeline: Paragominas I, II and III, Alunorte 6 & 7 and ABC

# Acquisition brings significant value to our shareholders

- A value creation combination: CVRD global mining leadership and powerful cash generation with Inco's experience in nickel mining and technological leadership in nickel metallurgy
- CVRD to become a leading global player in nickel avoiding learning costs involved in organic growth

# A new growth platform

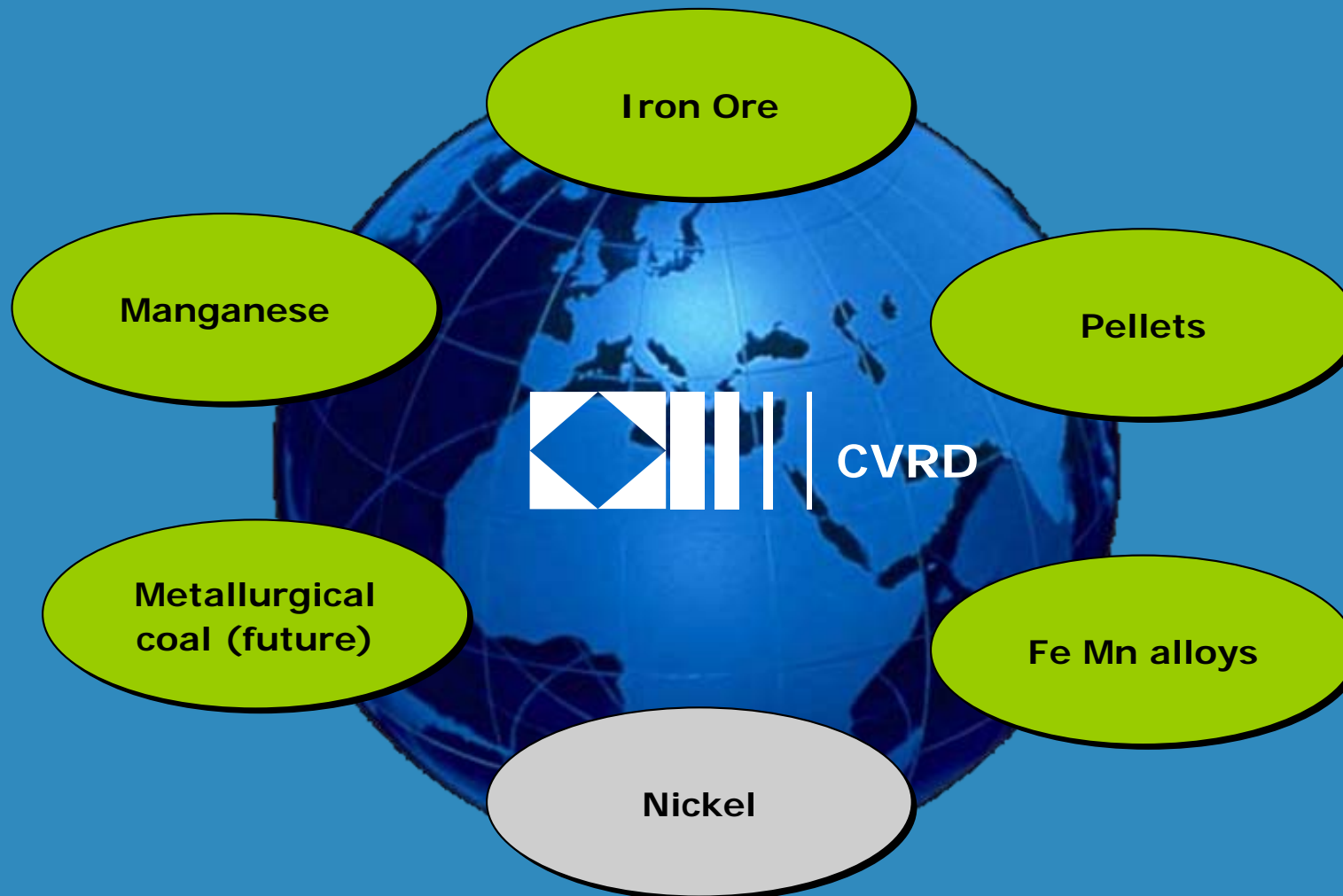
- Combination of the two project pipelines will make feasible for CVRD to become #1 in the global nickel industry
- Inco's experience and technological knowledge will contribute to minimizing execution risks of our own projects

<b>Project</b> <sup>1</sup>	<b>estimated capacity</b>	<b>status</b>
Vermelho	46,000 tpy of nickel / 2,800 tpy of cobalt	approved
Onça Puma	57,000 tpy of nickel	approved

<sup>1</sup> SJ Piauí and Agua Branca, conceptual study

# An unmatched one-stop shop for the steel industry

- High quality products from long-life low-cost assets
- Opportunity to exploit further economies of scale and scope



# Positive impact on cost of capital

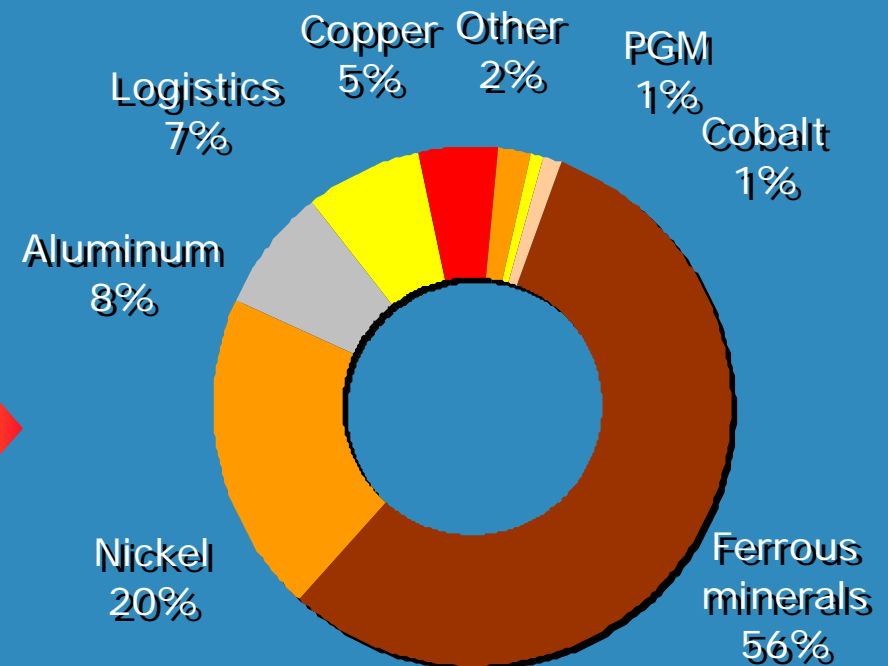
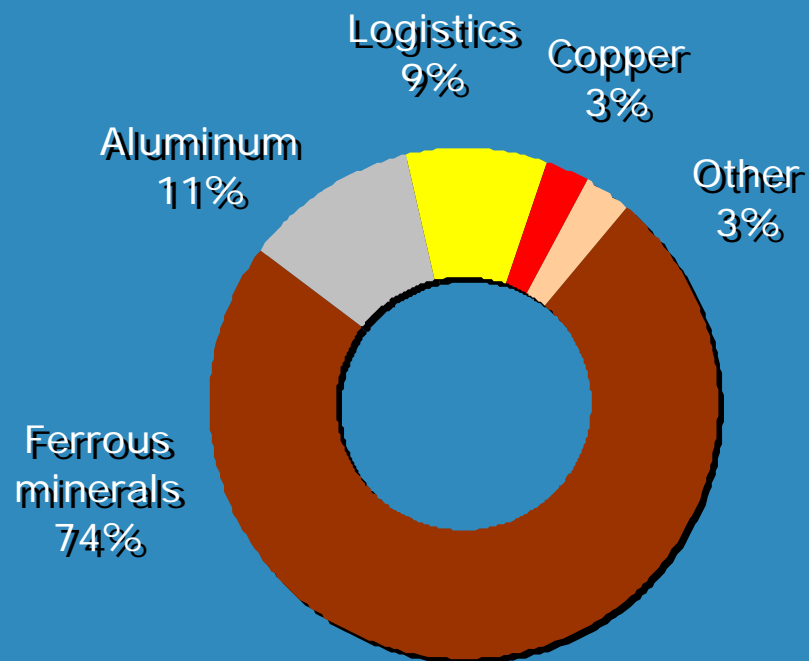
- Acquisition promotes a better diversification of our activities by products, markets and geographic asset base
- Clear positive impact on business & financial risks and cost of capital

# Diversity by products, markets and geography addresses main CVRD structural weakness

## 2005 pro forma revenue composition

**CVRD Pre**  
**US\$13.4 billion**

**CVRD Post**  
**US\$17.9 billion**

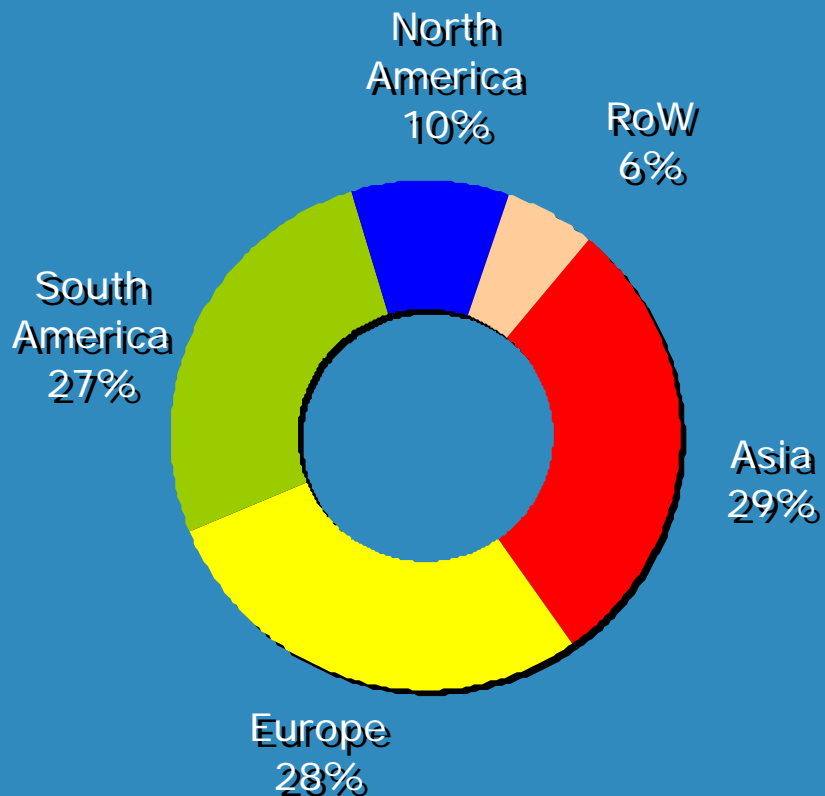




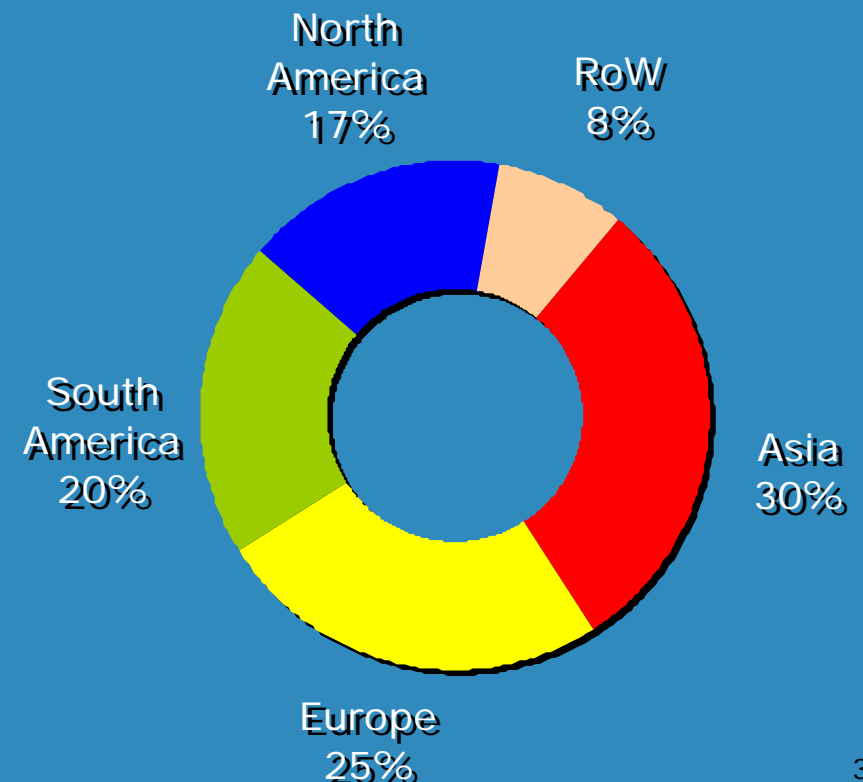
# Diversity by products, markets and geography addresses main CVRD structural weakness

**Balanced exposure to major economies  
2005 pro forma combined sales destination**

**CVRD Pre  
US\$13.4 billion**



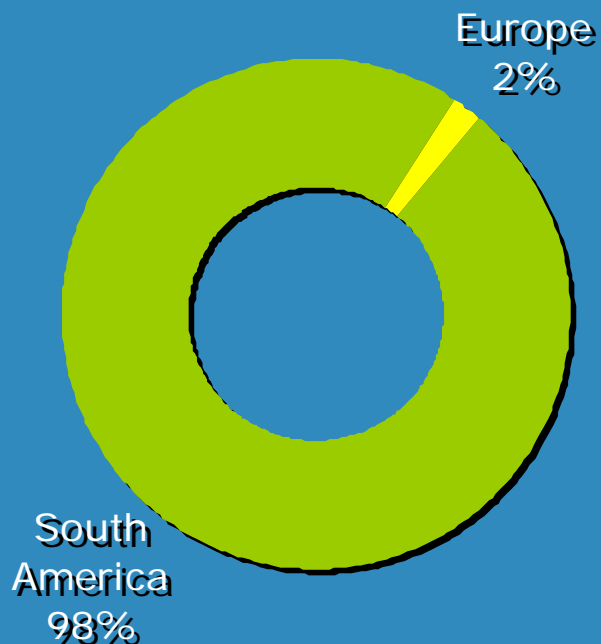
**CVRD Post  
US\$17.9 billion**



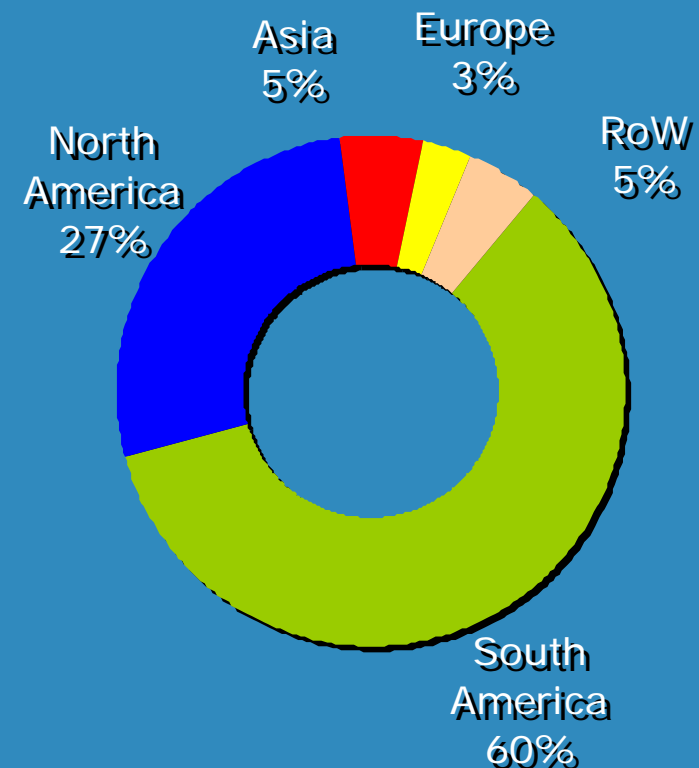
# Diversity by products, markets and geography addresses main CVRD structural weakness

diversified geographic asset base<sup>1</sup>

**CVRD Pre**  
**US\$ 14.2 billion**



**CVRD Post**  
**US\$ 22.6 billion**



<sup>1</sup> Combined PP&E by region, as of December 31, 2005

# Minimum expected synergies of US\$ 520 million<sup>1</sup>

## ■ Sources of estimated synergies

- Portfolio asset management
- Efficiency gains in the ramp-up of Vermelho & Onça Puma
- Marketing costs

## ■ Potential cost savings (not estimated) derived from economies of scale in:

- Procurement
- Shared business services
- Focused mineral exploration

<sup>1</sup> Net present value

# CVRD – a Global leader



[www.cvrd.com.br](http://www.cvrd.com.br)  
[rio@cvrd.com.br](mailto:rio@cvrd.com.br)