

Capítulo 1

Avaliando Empresas – Uma Introdução

A expressão 'avaliação de empresas' é a tradução para a língua portuguesa do termo *valuation*, sendo sinônimo de valoração de empresas.

A recente onda de fusões e aquisições (F&A) que passou e continuará a passar por praticamente todos os setores da economia em escala mundial, a disseminação dos programas e das estratégias de gestão baseada em valor, que são caracterizadas pela busca da maximização dos lucros e da riqueza dos acionistas, e a necessidade de calcular o preço justo das ações e das empresas são as principais razões para se avaliar uma empresa.

A determinação do valor das empresas é o fator-chave nas negociações de fusões e aquisições e tem como objetivo estimar uma faixa de referência que sirva como base nessas negociações. Muitas fusões e aquisições não são bem sucedidas, principalmente quando começaram erradas, ou seja, quando se pagou caro demais pela aquisição. Eis o pecado mortal de muitas transações que deve ser evitado.

É importante ressaltar que o valor de um negócio é definido pelo processo de negociação entre o comprador e o vendedor e que o 'valor justo' de uma empresa, estabelecido pelos processos de avaliação, representa apenas o valor potencial de um negócio em função da expectativa de geração de resultados futuros. O valor não deve ser confundido com o preço. Na verdade, o preço é o montante com o qual o vendedor e o comprador concordam em realizar uma operação de compra e venda. Esse preço não precisa necessariamente coincidir com o valor da empresa determinado por um método de avaliação, até porque cada acionista ou comprador pode calcular o valor da organização com base em suas próprias premissas. Entretanto, se existir apenas um potencial comprador para uma empresa, o valor desta será o preço que o comprador está disposto a pagar, uma vez que não haverá concorrência no processo de aquisição, cabendo aos vendedores aceitarem a proposta ou continuarem com a organização.

Cada empresa tem um preço único — aquele em que a transação foi realizada. Os métodos de avaliação servem para os avaliadores tentarem estimar o valor da transação, ou seja, o preço de aquisição da empresa.

Vale observar que nenhum modelo fornece um valor preciso e único para uma empresa, mas sim uma 'estimativa de valor'. Isso porque as decisões que afetam receitas, custos, despesas, capital de giro e investimentos, aliadas às mudanças ocorridas na conjuntura econômica local e global, influenciam os resultados da empresa e alteram seu valor. Em tese, pode existir uma grande quantidade de valores para a mesma empresa, dependendo do modelo que foi adotado, das premissas que foram utilizadas e dos cenários que foram criados. Nesse sentido, a avaliação de empresas não precisa necessariamente ter como objetivo a fixação de um valor exato em que a empresa pode ser negociada, mas sim o estabelecimento de uma faixa de valores. Para o comprador, o que interessa é determinar o valor máximo que pode ser pago por uma empresa, ao passo que, para o vendedor, o que interessa é determinar o valor mínimo aceitável para negociá-la. Essas duas cifras são as que se confrontam em uma negociação na qual se acerta o preço, que está geralmente em algum ponto intermediário entre elas.

Os modelos de avaliação são essencialmente quantitativos, entretanto o processo de avaliação contempla muitos aspectos subjetivos, inseridos nos dados de entrada de tais modelos. Esses dados devem ser analisados cuidadosamente, pois são fundamentais para a qualidade do modelo e para a confiabilidade dos resultados.

A determinação do valor das empresas também pode ser utilizada para fins internos como instrumento de gestão, ou seja, para se mensurar a criação de valor e a maximização da riqueza dos acionistas de um período para outro e assim analisar os resultados das estratégias corporativas e a eficiência dos executivos na consecução do objetivo principal das empresas: a maximização do valor. Diante disso, a avaliação de empresas é uma ferramenta para aperfeiçoar o processo decisório. Em outras palavras, uma de suas principais aplicações é avaliar o impacto das decisões estratégicas, financeiras e operacionais das empresas - eis a importância dos programas de Gestão Baseada em Valor (GBV).

Além da importância do uso da avaliação de empresas para fins de fusões e aquisições e para a gestão baseada em valor, existem outras situações em que os processos de avaliação são de vital relevância:

- Compra e venda de ações e de participações minoritárias.

- *Management buyout*¹ e *Leveraged buyout*.²
- Análise de oportunidades de novos negócios e da viabilidade de novas empresas.
- Liquidação judicial.
- Abertura e fechamento de capital.
- Processos de privatização.
- Formação de parceiras e *joint-ventures*.
- Avaliação do desempenho econômico e financeiro de unidades de negócios, departamentos e produtos, entre outros, visando à criação de valor e servindo como feedback para gestores e proprietários.
- Gestão de carteiras de investimento e de fundos de *private equity* e *venture capital*.
- Aquisição de carteiras de clientes e linhas de negócios.

Os métodos de avaliação de empresas

A partir da década de 60, surgiram diversas abordagens de avaliação de empresas e muitas metodologias foram criadas. Os vários modelos podem ser utilizados em conjunto ou separadamente, entretanto não existe um que seja perfeito e inquestionável. As metodologias mais utilizadas para se avaliar empresas são: método contábil/patrimonial, método do fluxo de caixa descontado, método dos múltiplos, também conhecido como método de avaliação relativa e método de EVA[®]/MVA[®].

O método contábil/patrimonial é indicado apenas para casos específicos, como por exemplo para a liquidação de uma organização ou em situações em que os ativos possuem mais valor do que o valor presente dos rendimentos futuros da empresa.

Já o método do fluxo de caixa descontado (FCD) é o mais utilizado pelas empresas de consultoria e pelos bancos de investimento, sendo amplamente difundido no mercado financeiro. É também o mais indicado para a avaliação de empresas para fins de F&A. (Veja mais sobre esse método no Capítulo 2).

O método dos múltiplos busca identificar como empresas semelhantes são negociadas e utilizar os parâmetros de tais negociações (múltiplo valor/faturamento, valor/lucro líquido, valor/Ebitda) para avaliar a empresa-alvo.

Para a avaliação de desempenho de empresas e a mensuração da criação de valor, o método de EVA[®]/MVA[®] é o mais indicado.

O mais novo dos métodos é o de opções reais. Ele ainda está sendo desenvolvido pelos pesquisadores de finanças e testado pelo mercado financeiro. É indicado, principalmente, para avaliar projetos de investimento de empresas exploradoras de recursos naturais, sendo de difícil utilização para avaliar empresas inteiras.

Independentemente do método utilizado, as expectativas do avaliador, as premissas, os cenários considerados e o objetivo da avaliação influenciam no valor final obtido.

As expectativas de valor

A expectativa do valor de uma empresa para seu proprietário pode ser muito diferente do valor contemplado por um potencial investidor ou por analistas e avaliadores de empresas. O primeiro costuma ter um apego emocional, projetar um crescimento alto, contínuo e sustentado e acreditar que o valor dos ativos intangíveis, da marca, dos ativos, dos projetos de investimento e das melhorias futuras deve ser

¹ Leveraged Buyout – aquisição de empresas financiada por empréstimos bancários. Na maioria dos casos, os ativos da empresa-alvo servem como garantia. Os fluxos de caixa da empresa-alvo são utilizados para amortização dos empréstimos. Esta operação foi muito utilizada nos EUA na década de 80.

² Aquisição de uma empresa por seus diretores ou gerentes.

considerado no valor da empresa. As sinergias de uma eventual fusão ou aquisição também devem ser consideradas quando se calcula o valor das empresas, principalmente o da compradora. Por isso, estes assuntos serão discutidos adiante.

O Valor da Empresa para o Fundador ou Proprietário

A empresa representa para seu proprietário, na grande maioria dos casos, sua principal fonte de riqueza e de renda. Ela também é o resultado dos esforços de toda uma vida para seu dono. A ligação do empresário com a empresa é quase uma relação familiar, com laços de apego muito fortes. Outro ponto importante: o status de diversos empresários pode derivar da situação mercadológica de sua empresa, sendo assim a manutenção desta é um fator crucial para muitos. Empresários e empreendedores tendem ainda a ser pessoas otimistas por natureza. Se fossem pessimistas, talvez a empresa nem existisse e eles não estariam onde se encontram. Além disso, a demonstração de grandes expectativas de crescimento e de melhorias para terceiros tende a induzi-los a avaliar a empresa levando em conta tais perspectivas.

Por estas e outras razões, as expectativas de valor de muitos empresários costumam ser irrealistas, normalmente maiores do que sua empresa efetivamente vale. Por isso, uma avaliação independente, feita por consultores especializados, que têm por obrigação serem imparciais, costuma ser mais objetiva. Uma das principais características para esses profissionais é saber estabelecer premissas de crescimento embasadas na realidade da empresa e nas suas potencialidades. Não haver envolvimento emocional com a organização é outro fator que torna a avaliação mais confiável.

A independência dos consultores também ajuda a definir um 'valor justo' para a empresa em um processo de F&A. Se de um lado estão empresários otimistas, do outro pode haver investidores conservadores. A função dos assessores dessas transações deve ser avaliar a empresa sem serem otimistas ou conservadores, mas apenas realistas, pois, quando todos os envolvidos o são, as disparidades nas expectativas de valor se tornam muito menores e mais facilmente negociáveis. Não precisa ser muito atento para perceber que os níveis de realismo variam entre as pessoas, por isso muitas valorações carregadas de otimismo são apresentadas como conservadoras.

Um fator externo que impacta na percepção de valor das empresas é o número de empresas que estão a venda no setor, que podem estar a venda ou que estão abertas à negociações. Se em um dado setor de atuação existem muitas empresas à venda e poucos potenciais compradores, estes podem fazer uma análise minuciosa de diversas empresas antes de decidir qual é a que mais se encaixa em seus propósitos e objetivos antes de partir para a aquisição. O valor da empresa escolhida também tenderá a se aproximar do valor que o comprador está disposto a pagar do que para o valor que o vendedor deseja obter. Se por outro lado existem poucas empresas à venda em um dado setor e muitos potenciais interessados, estes não terão muito o que escolher: as opções de compra recaem sobre uma ou duas empresas e o valor destas tenderá para o quanto os vendedores desejam obter. É a lei da oferta e da demanda influenciando no valor das empresas.

O valor dos intangíveis e da marca

No momento da apresentação do Relatório de Avaliação da empresa, muitos empresários perguntam se o valor dos ativos intangíveis (reputação da empresa, fidelidade dos clientes, qualidade do corpo gerencial e dos recursos humanos, know-how tecnológico etc.) não deveria estar incluso no valor mostrado e, principalmente, se o valor da marca não deveria ser mensurado à parte, sendo adicionado ao da empresa.

Via de regra a resposta é *não*, pois os ativos intangíveis e a marca contribuem para a geração de lucros e fluxos de caixa futuros. Além disso, quando se avaliam empresas por métodos que usam esses atributos (método do fluxo de caixa descontado e método dos múltiplos), o valor dos intangíveis e da marca já está contemplado e incluso.

Quanto aos ativos intangíveis, a reputação da empresa e de seus dirigentes contribuirá para a sustentação do crescimento da organização e a obtenção de novos clientes. A fidelidade dos clientes se traduzirá em receitas constantes e na conseqüente diminuição das oscilações de receitas e do risco do empreendimento.

O valor da marca está refletido no preço dos produtos e na preferência que os clientes dão aos bens de marcas que conhecem e valorizam, gerando vendas e diminuindo as oscilações de demanda. Por exemplo: uma garrafa de Coca-Cola custa para o consumidor R\$ 2,50, ao passo que um outro refrigerante tipo cola, semelhante a ela, pode custar R\$ 1,00. O valor da marca Coca-Cola está refletido no preço maior e na preferência que os consumidores darão a esse produto, gerando vendas e receitas para a empresa.

Certamente, a Coca-Cola valeria menos do que vale se sua marca não fosse tão conhecida. Além disso, seu valor de mercado seria muito menor, pois suas receitas e seus fluxos de caixa seriam menores.

O valor do patrimônio líquido e dos ativos

Sempre que o Relatório de Avaliação é apresentado, muitos empresários perguntam ao consultor se o valor do patrimônio líquido, dos imóveis, dos estoques, das contas a receber e de outros bens e direitos estão inclusos no valor apresentado no relatório. Vamos examinar esses itens individualmente.

O valor do patrimônio líquido reflete o investimento feito pelos sócios durante toda a vida da empresa e o valor dos lucros passados que foram retidos. Quando se avalia uma empresa, o que interessa é a capacidade de geração de resultados futuros, e não o acúmulo de lucro e os investimentos passados. Por essa razão, não se deve acrescentar o patrimônio líquido no valor da empresa.

Em relação aos imóveis da organização, é válido ressaltar que sem estes a empresa não opera, não vende e não tem fluxos de caixa, portanto o valor dos imóveis está incluso na avaliação pelos principais métodos (método de fluxo de caixa descontado e método dos múltiplos). Uma abordagem alternativa consiste em não incluir os imóveis na transação de F&A, ficando estes com seus proprietários. Nesse caso, na avaliação, o valor de mercado da locação desses imóveis deve ser incorporado à previsão de resultados, diminuindo os fluxos de caixa projetados. Diversas aquisições são realizadas sem a compra dos imóveis da empresa, que ficam com os antigos controladores.

Os estoques, as contas a receber e os demais ativos operacionais, quando decorrentes das atividades normais da empresa, não precisam ser avaliados à parte. Seu valor também está contemplado, uma vez que as vendas futuras somente ocorrerão se esses ativos existirem. É válido lembrar que do outro lado do balanço encontram-se os passivos operacionais, que na grande maioria das vezes são de montante igual ao dos ativos operacionais. Entretanto, se os estoques e as contas a receber forem maiores que os passivos operacionais e as vendas futuras não dependerem dos ativos circulantes, podem-se avaliar os ativos operacionais à parte, pelo valor de mercado ou de liquidação.

O valor da empresa e das dívidas

Se a empresa não está gerando fluxos de caixa positivos em decorrência do pagamento de juros e amortizações, mas está com fluxos de caixa operacionais positivos, é necessário projetar esses fluxos de caixa, trazê-los a valor presente e deduzir o valor da dívida. O resultado será o valor da empresa.

O valor dos projetos de investimento e das melhorias futuras

Muitos empresários apresentam projetos de investimento que podem aumentar substancialmente as receitas e os resultados de sua empresa. Entretanto, se esses projetos não estiverem em processo de implementação, dificilmente os investidores os considerarão no cálculo do valor da empresa.

Tais projetos normalmente ainda não foram efetuados por precisarem de investimento. Em geral, o investidor interessado avalia a empresa em função de sua situação atual e de seu crescimento projetado em condições normais. Os resultados decorrentes do investimento de terceiros na empresa e de melhorias implantadas por estes dificilmente são considerados no cálculo do valor da empresa porque ocorrerão mais devido aos investimentos realizados e aos esforços do investidor do que às ações do empresário vendedor.

É válido observar que estamos fazendo menção a empresas que possuem projetos de alavancagem de resultados, e não *start-ups* e projetos de investimentos independentes. Obviamente, nesses casos, os investidores estão apostando na capacidade de concretização dos planos dos empreendedores, e muitas vezes não existe um planejamento financeiro, mas sim uma boa idéia e/ou um bom projeto.

É claro que esses projetos têm valor. Entretanto, o risco de não serem bem-sucedidos é geralmente alto, pois não possuem histórico. Eis a razão pela qual muitos investidores se negam a considerá-los no valor da empresa. Situação semelhante ocorre com o empresário empreendedor que possui uma idéia e precisa de capital. Sua idéia será avaliada à parte somente se for de importância estratégica para o investidor e/ou vier a preencher uma lacuna de valor. O interesse dos envolvidos determinará se os projetos serão avaliados separadamente, se serão ignorados e quanto será pago por eles.

Esse tipo de discussão é muito útil para empresários que estão negociando a venda de uma parte das cotas de sua empresa para investidores e para fundos de capital de risco (também conhecidos como fundos de *private equity* e *venture capital*).

O valor da sinergia³

O valor presente das sinergias calculado pela empresa compradora pode ser parcialmente transferido para a empresa vendedora (na negociação do valor da empresa) e, com isso, o interessado pode incentivar a aquisição desejada.

A existência de diversos interessados na aquisição de uma empresa pode fazer com que o comprador seja obrigado a pagar um ágio para concretizar a transação. Esse ágio nada mais é do que a transferência de parte das sinergias a serem obtidas para os acionistas da empresa vendedora. Nesse caso, para que a transação seja criadora de valor para a empresa compradora, o valor do ágio deve necessariamente ser menor do que o valor presente das sinergias geradas, pois, do contrário, a aquisição poderá não beneficiar o adquirente.

Muitos empresários são relutantes em transferir qualquer sinergia para a empresa vendedora, avaliando-a exatamente como ela é. Entretanto, quando a empresa vendedora está sendo negociada com diversos interessados, dificilmente quem se nega a transferir parte das sinergias a serem obtidas fecha o negócio e atinge padrões superiores de resultados em função da aquisição.

³ A sinergia de uma fusão ou aquisição é o resultado decorrente dos benefícios da integração das empresas. Este assunto será discutido no capítulo 04.

T1. Estrutura do Livro

Este livro tem uma abordagem muito prática, que pode ser vista nos capítulos de Fluxo de Caixa Descontado, o primeiro com toda a metodologia de cálculo do valor de uma empresa por este método e o segundo, feito com base numa avaliação real feita pelos autores deste livro.

O capítulo de Fusões e Aquisições: Sinergia e Criação de Valor também foi construído com base em uma transação de F&A real e mostra como se pode criar valor com tais transações, o quanto se pode pagar por uma empresa para incentivar a compra, e acima de tudo criar valor para o acionista adquirente.

O capítulo de Custo de Capital é totalmente baseado nas características das empresas brasileiras, tentando na medida do possível adaptar os modelos de cálculo do custo de capital às características da economia e das empresas brasileiras, de países em desenvolvimento e de países com mercados acionários fracos. O capítulo de Risco País é inédito na literatura de avaliação de empresas e mostra que nem todas as empresas estão expostas da mesma maneira aos riscos soberanos.

O capítulo de Avaliação Relativa ou por Múltiplos mostra claramente que as avaliações por esta metodologia podem ser feitas com o intuito de justificar os valores pretendidos por seus usuários e quais os cuidados a serem tomados para não errar quando se utiliza este método, já que suas limitações são muito grandes e derivadas da subjetividade do método.

O capítulo sobre o Valor de Controle de uma empresa é outro inédito na literatura nacional de finanças, trazendo uma discussão muito ampla sobre em quais circunstâncias este valor é significativo.

O capítulo de EVA e MVA mostra que os métodos de avaliação de empresas também podem ser utilizados para mensurar a criação de valor, aumentar o valor das empresas através de melhorias em seus resultados e que podem ser utilizados para fins internos de gerenciamento.

E para finalizar com chave de ouro, o capítulo *Check List* da Avaliação de Empresas, traz uma série de 50 comentários, dicas e discussões sobre o assunto que não podem ser ignorados pelos avaliadores de empresas.

O livro foi feito para atender diversos públicos. É destinado a executivos de empresas e empresários, diretores, gerentes, consultores, analistas de bancos de investimento, administradores financeiros e alunos de graduação, pós-graduação e MBAs de administração, economia, contabilidade e direito.

De uma forma mais prática, o livro foi feito para todos aqueles que se interessam pela geração de valor nas empresas, suas formas de mensuração e fusões e aquisições.