



Guia Prático de Avaliação de Empresas *(Valuation)*

Guia Prático de Avaliação de Empresas (*Valuation*)

Publicado pelo Instituto de Desenvolvimento Empresarial
e Fusões & Aquisições (IDEFA)

Curitiba, 2021.



É permitida a reprodução integral ou parcial deste conteúdo,
desde que indicada a fonte. Proibida a comercialização.



SOBRE O **IDEFA**

O IDEFA - Instituto de Desenvolvimento Empresarial e Fusões & Aquisições é uma associação civil sem fins lucrativos que visa contribuir para o desenvolvimento das atividades de fusões e aquisições das empresas de médio porte.

O IDEFA foi fundado na Cidade de Curitiba, Estado do Paraná, em 16 de setembro de 2020, por um grupo de escritórios e empresas de assessoria atuantes no mercado de fusões e aquisições e dispostos a contribuir com melhores práticas para o setor.

Esse grupo foi inicialmente composto pelos escritórios *Marrins Bertoldi Advogados*, *Mazutti, Ribas, Stern - Sociedade de Advogados*, *Andersen Ballão Advocacia*, e pelas empresas de consultoria *Redirection Assessoria Empresarial Ltda.*, *Cypress Associates Sul Consultoria Empresarial Ltda.*, *Grafin Partners Consultoria Empresarial Ltda.*, *Sul Brasil Securitizadora S/A*, *Vieira Santos Consultoria Empresarial S/S Ltda.* e *Valore Investimentos - Agente Autônomo De Investimentos Ltda.*

Atualmente, as portas do IDEFA encontram-se abertas a todos aqueles que tenham disposição e interesse em contribuir com os objetivos do instituto, bem como àqueles que desejam aprender sobre o mercado de fusões e aquisições.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO

GLOSSÁRIO DE SIGLAS

1. OVERVIEW DOS PRINCIPAIS MÉTODOS DE VALUATION	8
Modelos de Fluxo de Caixa Descontados	8
Modelos de avaliação relativa	7
Exemplo de múltiplos na prática	9
Modelos de Avaliação Baseadas em Ativos	10
Modelos de direitos contingentes	11
Determinação do Modelo	11
2. POR QUE E QUANDO FAZER UM VALUATION	13
Valuation em processos de Fusão e Aquisição de Empresas	13
Valuation para saída de sócio e definição de regras de diluição	15
(a) Exercício do direito de retirada (reembolso)	15
(b) Resgate	15
(c) Saída voluntária imotivada	16
(d) Fechamento de Capital	17
(e) Exclusão	18
(f) Falecimento	18
(g) Separação Judicial ou Divórcio	18
(h) Opção de Compra ou Venda	19
Valuation para emissão de dívida conversível em ações ou quotas	19
Valuation para dedutibilidade de ágio e impairment test	20
Valuation para IPOs	20
Valuation para portfólios de investimento (PE e VC)	21
Valuation para avaliação de projetos (capital budgeting)	22
3. PONTOS DE ATENÇÃO NO VALUATION EM M&A	23
Preço x Valor	23
Ajustes de EBITDA e Normalizações	24
Exemplo de ajustes EBITDA na prática:	27
Necessidade de Capital de Giro em M&A	27
Custo do Capital em Fusões & Aquisições	30
Impacto dos Descontos de Liquidez	33

4. VALUATION COMO FERRAMENTA DE GESTÃO E PLANEJAMENTO ESTRATÉGICO	35
5. ALGUNS FATORES QUE PODEM AUMENTAR O VALOR DE UMA EMPRESA	39
Consolidação & Timing do mercado	39
Fragmentação	39
Aquisição	39
Expansão	40
Maturidade	40
Qualidade da Receita e Crescimento Futuro	40
Processo competitivo	41
6. MELHORES PRÁTICAS INTERNACIONAIS EM VALUATION	42
BIBLIOGRAFIA	44

INTRODUÇÃO

Este guia foi desenvolvido para fornecer orientação em relação à avaliação de empresas privadas (valuation no termo em inglês) em diferentes contextos. O foco deste material é direcionado aos proprietários e diretores de empresas, profissionais dos setores financeiro, de investimentos e jurídico que atuam no setor de finanças corporativas e M&A, assim como pessoas envolvidas nos aspectos não técnicos do processo de avaliação.

Este guia é estruturado em seis seções:

- Os principais métodos de valuation;
- Porque e quando fazer um valuation;
- Pontos de atenção em avaliações de M&A;
- Valuation como ferramenta de gestão e planejamento estratégico;
- Alguns fatores que aumentam o valor de uma empresa;
- Melhores práticas internacionais em valuation

Enfrentamos na elaboração deste material o desafio de fornecer, de forma simples, uma orientação detalhada e de alto nível sobre um assunto que muitos acham bastante complexo, porém sem a pretensão de exaurimos as questões aqui abordadas. Com base no conhecimento técnico e na experiência dos autores, buscamos transmitir alguns ensinamentos sobre educação financeira, governança e melhores práticas de avaliação de empresas. O presente guia é meramente ilustrativo e não constitui, em hipótese alguma, aconselhamento financeiro, jurídico ou de investimento.

A concepção e elaboração deste guia couberam a **Adam Patterson, Vinicius Oliveira e Gabriel Loest Cardoso**, da **Redirection International**, e **Gustavo Pires, Mauricio Maciel e Isabel Calvário**, do **Marins Bertoldi Advogados**. A revisão final do texto foi realizada por **Wilson J. Spinelli Andersen Ballão**, da **Andersen Ballão Advocacia** e **Luiz Fernando Bessa**, da **Grafin Partners**.

GLOSSÁRIO DE SIGLAS

CMPC – Custo Médio Ponderado de Capital (WACC em inglês)

CPC - Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DRE – Demonstração de Resultado do Exercício

EBIT – Earnings Before Interest and Tax (LAJIR em português)

EBITDA - Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization Tax (LAJIDA em português)

ERP – Enterprise Resource Planning (Sistema integrado de Gestão Empresarial em português)

EV – Enterprise Value (Valor da Firma em português)

FCD – Fluxo de Caixa Descontado (DCF em inglês)

FCLA - Fluxo de Caixa Livre à Acionista (FCFE em inglês)

FCLE – Fluxo de Caixa Livre à Empresa (FCFF em inglês)

FIP – Fundo de Investimento em Participações

IVS – International Valuation Standards

LOI – Letter of Intent (Carta de Intenções em português)

LTM – Last Twelve Months (período referente aos últimos doze meses)

M&A – Mergers & Acquisitions (Fusões e Aquisições em português)

MPAF – Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM em inglês)

NCG - Necessidade de Capital de Giro

OPA – Oferta Pública de Ações IPO em inglês)

PE/VC – Private Equity & Venture Capital

P&D – Pesquisa & Desenvolvimento

PRCP – Prêmio de Risco sobre Capital Próprio (ERP em inglês)

PRP – Prêmio de Risco País (CRP em inglês)

PPA – Purchase Price Agreement

ROIC - Retorno sobre capital Investido (Return on Invested Capital em inglês)

TEV – Total Enterprise Value

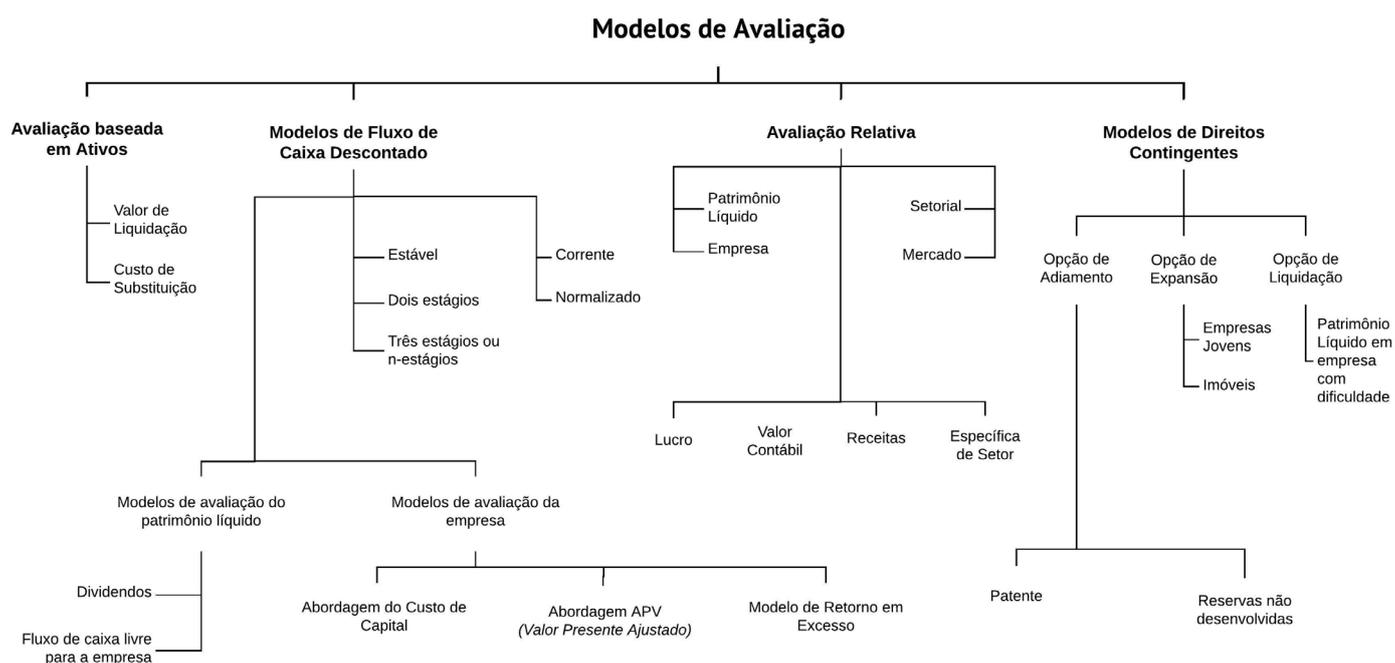
TIR – Taxa Interna de Retorno

VPL – Valor Presente Líquido (NPV em inglês)

1.

OVERVIEW DOS PRINCIPAIS MÉTODOS DE VALUATION

Os modelos de avaliação de empresas podem ser classificados em quatro grandes grupos, com dezenas de variações a depender do grau de complexidade da avaliação e intenção do avaliador, são eles:



Fonte: Demodaran

Modelos de Fluxo de Caixa Descontados

Esta é uma das metodologias mais antigas e mais difundidas mundialmente na avaliação de empresas e ativos. Além disso, muitos entendem que esta é a metodologia conceitualmente mais coerente, entretanto é também a mais vulnerável à interferência consciente ou inadvertida do avaliador. Nesta abordagem o valor da empresa é determinado pelo fluxo de caixa projetado e descontado a uma taxa que reflita o risco associado ao ativo/investimento. Há duas abordagens principais para avaliar determinada empresa pelo método do fluxo de caixa descontado.

Fluxo de Caixa Livre da Firma - Nesta abordagem, o valor econômico da empresa é obtido ao descontarem-se os fluxos de caixa livre (FCLF) pelo custo médio ponderado de capital (CMPC). Neste caso, o fluxo de caixa livre para a empresa é o resultado dos ganhos operacionais da companhia após o pagamento dos impostos, acrescidos de despesas que não representam saídas de caixa tais como depreciação, amortização e deduzidos os investimentos em capital de giro e em ativo imobilizado.

Nesta metodologia não são incorporadas as despesas e receitas financeiras, os juros sobre capital próprio e nem mesmo os dividendos. O fluxo de caixa livre não é afetado pela estrutura de capital da empresa, uma vez que ela já estará representada no custo médio ponderado de capital.

Uma empresa gera fluxos de caixa a partir de suas operações com a venda de bens ou serviços. Parte de seu caixa volta ao negócio para renovar ativos fixos e para as necessidades de capital de giro. O fluxo de caixa livre para a firma é o excesso de caixa gerado além dessas despesas. O fluxo de caixa livre para a firma vai para os detentores de dívida e os acionistas.

Em termos gerais, a fórmula básica para calcular o fluxo de caixa livre para a firma é:

$$FCLF = EBIT \times (1 - \text{Alíquota de Impostos}) + \text{Encargos Não Monetários} - \text{Variações no Capital de Giro} - \text{Investimento em Ativos Fixos}.$$

Fluxo do Acionista - O valor da empresa para o acionista é obtido através do desconto do fluxo de caixa livre para os acionistas (FCLA), pela taxa exigida pelos investidores e o custo de capital próprio. O fluxo de caixa para o acionista é calculado ao deduzir-se do fluxo de caixa livre, os juros líquidos e a amortização de empréstimos, bem como ao adicionar-se o valor de novos empréstimos e reinvestimento. Ou seja, O FCLA mede quanto “em dinheiro” uma empresa pode retornar aos seus acionistas.

Em termos gerais, a fórmula básica para calcular o fluxo de caixa livre para a firma é:

$$FCLA = \text{Lucro Líquido} + \text{Depreciação e Amortização} - \text{Variações no Capital de Giro} - \text{Investimento em Ativos Fixos} + \text{Empréstimos Líquidos}.$$

Modelos de avaliação relativa

São aqueles obtidos através de modelos de múltiplos comparativos compostos por dados de empresas semelhantes a que está sendo avaliada. Podem ser estimados por meio de empresas comparáveis no mesmo ramo de atividade e preferencialmente na mesma região, por meio de diferentes parâmetros como múltiplos de EBITDA, da receita bruta, valor contábil do patrimônio líquido, lucro líquido ou ainda, parâmetros específicos de cada segmento de atividade econômica, como indicadores operacionais de determinado setor.

Ao se examinar determinada empresa como um todo em vez de apenas o valor das ações, é mais comum a utilização de múltiplos da receita operacional ou do lucro antes dos juros, imposto de renda e contribuição social, depreciação e amortização (Múltiplo de EBITDA). Este é a medida do desempenho operacional da empresa e relaciona o Valor da Empresa com o EBITDA.

A principal limitação da avaliação por este método é quanto ao número de empresas de capital aberto pertencentes ao mesmo ramo de atividade e que sejam comparáveis entre si considerando a sua região de atuação. Na maioria das avaliações relativas, avalia-se uma empresa em relação a outras no segmento em que ela opera com o objetivo de responder a uma simples questão: considerando-se como

outras empresas no setor são precificadas pelo mercado, a empresa está subavaliada ou superavaliada?

Por esse motivo, outra forma muito utilizada por analistas da área é a avaliação por comparação de Transações de Empresas Similares. Quando disponível, é a metodologia que mais se aproxima da forma como o mercado avalia empresas na hora de precificá-las.

As limitações principais desse modelo dizem respeito à quantidade limitada de transações em determinados ramos de atividade e a diferentes níveis de risco inerentes à cada uma das operações. Dificilmente empresas com o mesmo perfil de risco, tamanho e modelo de negócio são negociadas em um curto espaço de tempo, o que demonstra outra limitação deste modelo. Além disso, o caráter atemporal desta avaliação não captura efeitos de variações monetárias e alterações nas perspectivas de mercado ao longo do tempo.

Exemplo de múltiplos na prática

Neste exemplo simples, ilustramos o quadro analítico utilizado para comparar e apurar informações sobre múltiplos do mercado comparáveis de um grupo de referência hipotético, podendo ser empresas com informações disponíveis ou transações, para avaliar a empresa alvo.

Modelos de Avaliação Baseadas em Ativos

	Empresa 1	Empresa 2	Empresa 3
Grupo de Referência			
EV (R\$ M)	800	500	950
EBITDA (R\$ M)	140	91	164
Múltiplo - EV/EBITDA	5,7	5,5	5,8
Múltiplo médio			5,7
Empresa Alvo			
EBITDA estimado final do ano		9.000.000	
EV/EBITDA Múltiplo de referência			5,7
Valor da firma estimado		51.000.000	

São aqueles em que se estima o valor corrente dos ativos que determinada empresa possui, dividindo-os em valor de liquidação e valor de substituição dos ativos da empresa. Estes modelos são indicados em casos específicos, quando o valor dos ativos da empresa é maior do que o valor presente da geração de caixa futura da empresa.

Modelos de direitos contingentes

São também conhecidos por modelos de opções reais, representam avaliações por ativos intangíveis e estão dispostos em três grupos distintos. Opções de adiamentos, opções para expansões e opções de liquidações. São indicados para casos cuja viabilidade de projetos ou investimentos dependa de determinados acontecimentos nos quais haja incerteza e aos quais se possa atribuir probabilidades de ocorrência. Este é o modelo menos difundido no mercado financeiro devido à complexidade dos cálculos e a dificuldade de se encontrar opções reais no ambiente empresarial.

Determinação do Modelo

Alguns critérios podem ser observados para determinar a escolha da melhor metodologia de avaliação a ser utilizada, dadas as características do negócio, a disponibilidade de informações sobre a empresa e as características do mercado no qual ela atua.

O primeiro critério a ser analisado diz respeito às características do negócio ou dos ativos da empresa sob dois aspectos: quanto à negociabilidade dos ativos e quanto à capacidade de geração de caixa.

A avaliação baseada em ativos é a metodologia mais simples para empresas com ativos que são separáveis, ou seja, ativos que podem facilmente ser separados sem que sua capacidade de geração de caixa seja afetada. Da mesma forma, o que se caracteriza como negociabilidade se refere à aderência do valor dos ativos e dos preços atribuídos a eles em uma negociação simples.

No caso de uma empresa em fase de grande crescimento, por exemplo, o valor de liquidação ou substituição dos ativos deverá ter pouca semelhança com seu real valor. Sendo assim, empresas maduras, com ativos facilmente separáveis e negociáveis são mais facilmente avaliadas pelas metodologias baseadas em ativos e empresas em estágios de crescimento por outros modelos de avaliação.

Quanto à capacidade de geração de caixa dos ativos, estes podem ser categorizados em três grupos:

- i. Ativos que geram caixa correntemente ou que não estão gerando fluxos de caixa e devem fazê-lo no futuro próximo, devem ser avaliados a partir de fluxos de caixa descontáveis;
- ii. Ativos que não geram caixa correntemente, mas que podem gerar na ocorrência de uma contingência devem ser avaliados de acordo com o método de direitos contingentes ou opções reais; e
- iii. Ativos que nunca gerarão fluxo de caixa não negociáveis só podem ser avaliados por modelos de avaliação relativa.

Outro critério a ser considerado na determinação da metodologia de avaliação diz respeito à comparabilidade do ativo (negócio) que se está avaliando. Ativos ou empresas com grande similaridade àquelas negociadas em grandes volumes, como por exemplo, empresas listadas em bolsa, apresentam as características ideais para aplicação dos modelos de avaliação relativa. Em contra partida, quanto mais

único for o objeto de avaliação mais difícil fica aplicar tais modelos. Nestes casos, a abordagem por fluxo de caixa descontado produzirá estimativas com maior grau de sucesso.

Neste sentido, a eficiência dos mercados em corrigir erros de percepção de preços das empresas deve ser considerada na abordagem da avaliação e definição das metodologias.

Com a mesma relevância se relacionam os dois extremos quanto ao horizonte de análise e tempo de decisão. Em um dos extremos estão os modelos de fluxo de caixa descontado, nos quais se considera a continuidade operacional das empresas na perpetuidade. No outro, com avaliações por valor de liquidação considera-se o encerramento das operações. Já em casos de avaliação relativa e de modelos de direitos contingentes são utilizados horizontes de tempo intermediários.

Diante dessas características, a escolha da metodologia a ser aplicada deve levar em conta ainda o objetivo da avaliação. Em parte, essas características explicam o porquê avaliações voltadas a fusões e aquisições de empresas tendem a utilizar os modelos de fluxo de caixa descontado, enquanto avaliações para compra e venda de ações na bolsa de valores podem facilmente serem feitas por avaliações relativas.

De acordo com os Padrões de Avaliação Internacional (International Valuation Standards, ou IVS), a ser descrito em mais detalhe no capítulo a seguir, é essencial que a base (ou as bases) de valor seja apropriada aos termos e ao propósito da atribuição de avaliação, uma vez que uma base de valor pode influenciar ou ditar a seleção de métodos, entradas de um avaliador, premissas e a opinião final sobre o valor do ativo avaliado.

O IVS fornece mais informações sobre o processo de seleção da metodologia de avaliação, que deve considerar no mínimo:

A(s) base (s) apropriada(s) de valor e premissa(s) de valor determinado pelos termos e finalidade da atribuição de avaliação;

- i. Os respectivos pontos fortes e fracos da possível avaliação, abordagens e métodos;
- ii. A adequação de cada método em vista da natureza do ativo e as abordagens ou métodos utilizados pelos participantes no mercado relevante; e
- iii. A disponibilidade de informações confiáveis necessárias para aplicar o(s) método(s).

2.

POR QUE E QUANDO FAZER UM VALUATION

2.1 Valuation em processos de Fusão e Aquisição de Empresas

Em processos de fusões e aquisições de empresas o Valuation tem como principal função fornecer as condições para que ambos os lados tomem suas decisões de investimento e desinvestimento/venda. O estudo irá trazer uma referência de valor dada a percepção de risco e oportunidade de quem estiver avaliando.

O resultado do Valuation do ponto de vista do vendedor, com base nas características da empresa e do mercado na qual ela pertence, apontará um valor de referência a ser buscado durante o processo de negociação com potenciais compradores. Já do ponto de vista do comprador/investidor sua principal função é fazer a relação entre o retorno do investimento com o objetivo de determinar o limite máximo de precificação para que tal performance seja atingida.

Na prática, como preço e valor são coisas distintas e cada agente terá sua percepção de valor, durante uma transação de compra/venda o preço será determinado, como em outros mercados, pela negociação entre compradores e vendedores.

Neste sentido, modelos de avaliação relativa, como múltiplos de EBITDA, podem trazer para a mesa de negociação uma ideia sobre como outros ativos com as mesmas características estão sendo negociados no mercado.

Independente do(s) método(s) de avaliação utilizado(s), o valor da empresa avaliada poderá sofrer redução em razão das contingências existentes na sociedade, conforme apuradas na due diligence legal e contábil conduzidas pelo comprador. Nesse sentido, a avaliação do risco de as contingências identificadas efetivamente resultarem em perdas para a sociedade avaliada terá importância relevante na definição do tamanho do desconto que será aplicado sobre o valor da empresa.

Também é importante estar atento aos eventos legais e/ou contratuais de responsabilidade e indenização. Ainda que não representem diretamente parte ou desconto do preço de avaliação da empresa, o efeito prático será econômico: ou o comprador, adicionalmente ao preço pago, terá que suportar, direta ou indiretamente, passivos, conhecidos ou não, gerados antes da operação, mas concretizados posteriormente; ou o vendedor, independentemente do preço ajustado, terá que pagar tais passivos.

Com base nestas informações, caberá às partes com o auxílio de seus assessores financeiros e jurídicos, avaliarem se estão fazendo um bom negócio ou não. Quanto mais competitivo for o processo, ou seja, quanto maior for a demanda por determinada empresa, maior tende a ser o preço pelo qual a transação será fechada.

2.2 Valuation para saída de sócio e definição de regras de diluição

Comumente observa-se exercícios de avaliação de empresas durante eventos societários envolvendo somente os sócios atuais do negócio. Seja para uma eventual saída de um dos sócios ou para definição de regra de diluição durante novos aportes de capital, um valuation realizado por um terceiro trará uma visão isenta do valor de mercado da empresa para que sirva de referência para os sócios, possibilitando uma discussão mais justa sobre o evento em questão.

A definição do método de avaliação a ser aplicado na saída de um sócio dependerá (a) da existência ou não de disposição contratual definindo a questão e (b) do motivo da saída.

Caso o tema esteja regulado no Acordo de Sócios da empresa e/ou no seu respectivo ato societário (contrato/estatuto social) aplicar-se-á a forma de avaliação previamente acordada entre os sócios nos instrumentos contratuais em questão, podendo, inclusive, ser estipulada uma taxa de desconto para determinados eventos de saída, como na exclusão de sócio ou na saída voluntária imotivada.

Não havendo disposição contratual quanto ao método de avaliação da participação societária detida pelos sócios, aplicar-se-á somente o disposto na legislação societária. E mesmo as disposições contratuais não são isentas de discussões judiciais nos casos em que resultarem distorções significativas. Porém, a lei e a jurisprudência têm evoluído ao longo do tempo na interpretação da legislação societária.

Em uma brevíssima síntese desta evolução, vale destacar alguns pontos principais. A regra no início do século passado era a aplicação do último balanço contábil aprovado pelos sócios. Tanto a não aprovação pelo sócio retirante quanto o tempo entre a última aprovação e a retirada causavam algumas distorções, passando-se então a exigir um balanço especial, ou seja, com data-base diferente da ordinária.

Em 1979, foi proferida uma decisão do Supremo Tribunal Federal - STF que serve de diretriz até hoje: a avaliação deve ser feita com a maior amplitude possível para assegurar ao retirante situação de igualdade. A partir de então, passa também a ser considerado todo o intangível da empresa. Mesmo as leis posteriores devem ser interpretadas sob a luz deste princípio de igualdade.

Portanto, considerando o princípio da isonomia dos sócios, aplicável segundo o entendimento de parcela relevante da jurisprudência inclusive no que diz respeito à avaliação das participações societárias dos sócios retirantes e remanescentes, é possível argumentar que o método de fluxo de caixa descontado é o que melhor apura o valor de mercado de uma empresa, independente do motivo do evento de saída. Entretanto, há divergência substancial na doutrina e na jurisprudência quanto a esse conceito, ou seja, inexistente uma posição que possa ser interpretada como pacífica quanto ao tema em questão.

Abaixo listamos os principais eventos que podem resultar na saída de um sócio da sociedade e o que diz a legislação quanto à forma de apuração de seus haveres em cada situação:

(a) Exercício do direito de retirada (reembolso)

A legislação societária prevê algumas matérias que, quando aprovadas em reunião ou assembleia, garantem ao sócio dissidente o direito de retirar-se da sociedade mediante o recebimento do valor de sua participação societária. Além das matérias previstas em lei, os sócios poderão acordar a inclusão de outras matérias que, se aprovadas, permitirão a saída daquele que discordar da deliberação aprovada.

O artigo 45 da Lei das S.A. prevê que o estatuto poderá estabelecer normas para a determinação do valor de reembolso das ações do acionista dissidente, o qual, entretanto, somente poderá ser inferior ao valor de patrimônio líquido constante do último balanço aprovado pela assembleia geral ordinária (ou indicado em balanço especial levantando para tal finalidade caso o último balanço tenha sido aprovado há mais de sessenta dias), se estipulado com base no valor econômico da companhia, a ser apurado em avaliação.

Vale destacar, entretanto, que, ainda que a lei mencione o “patrimônio líquido constante do último balanço aprovado pela assembleia-geral”, há precedentes jurisprudenciais afastando a utilização de patrimônio líquido histórico com valores muito distantes do real.

É importante ressaltar que o avaliador da sociedade será civil e criminalmente responsável pelos danos que causar por culpa ou dolo aos acionistas em decorrência da avaliação realizada, conforme determina o parágrafo terceiro, do artigo 45 da Lei das Sociedades por Ações.

Em relação às sociedades limitadas, o artigo 606 do Código de Processo Civil estabelece que se o contrato social não estabelecer o método de avaliação das quotas, aplicar-se-á “o valor patrimonial apurado em balanço de determinação, tomando-se por referência a data da resolução e avaliando-se bens e direitos do ativo, tangíveis e intangíveis, a preço de saída, além do passivo também a ser apurado de igual forma”.

Há divergência na interpretação do conceito de balanço de determinação, sendo que alguns entendem que se trata apenas de uma nova terminologia criada para nomear o balanço especial levantado para fins de apuração do valor da participação do sócio, que servirá de apoio na aplicação do método de avaliação das ações ou quotas, enquanto outros entendem que o balanço de determinação tem por objetivo apurar o valor da sociedade em uma liquidação ordenada (venda não forçada), com a alienação de todos os seus ativos e liquidação de todos os seus passivos. A grande controvérsia reside na forma de precificação dos ativos intangíveis, ou como avalia-los de forma isolada a valor presente, não sendo raras as disputas judiciais ou arbitrais sobre essa questão, razão pela qual recomenda-se que os sócios definam com clareza e minúcia no contrato ou estatuto social da sociedade não apenas o método de avaliação aplicável em todas as hipóteses em que for devido o pagamento de haveres (valor das ações ou quotas), mas também as premissas que serão adotadas na avaliação.

(b) Resgate

A operação de resgate consiste na decisão unilateral de cancelamento de uma ou mais classes de quo-

tas ou ações de uma sociedade para retirá-las definitivamente de circulação, com ou sem redução do capital social, mediante o pagamento de seu valor pela sociedade ao respectivo sócio titular da participação societária resgatada. Havendo a redução do capital social, o pagamento das quotas ou ações é feito à conta do capital. Se o resgate se opera sem a redução do capital social, o pagamento deve ser realizado com os recursos das contas de lucros ou reservas.

O Código Civil é omissivo quanto à modalidade de resgate de quotas nas sociedades limitadas. Contudo, havendo a possibilidade de regência supletiva das sociedades limitadas pela Lei nº 6.404/76 (Lei das S.A.), entende-se pela possibilidade do cancelamento de quotas ou ações na forma prevista no artigo 44 da Lei das S.A., devendo o contrato ou estatuto social prever as condições e modo de proceder-se à operação, não havendo disposição legal restritiva neste sentido.

No caso de ausência de critério pré-definido no contrato ou estatuto social da sociedade, a CVM e a jurisprudência já se manifestaram no sentido de que se deve adotar um critério que resulte em valor justo de resgate consoante o mercado e os aspectos econômicos que motivaram a sua escolha devem ser esclarecidos. Entretanto, não havendo um conceito pacífico para valor justo, a fim de se evitar prejuízos e abusos, recomenda-se novamente que os sócios acordem previamente as regras sobre a determinação do valor das quotas ou ações resgatáveis, bem como as hipóteses em que a operação de resgate pode ocorrer.

(c) Saída voluntária imotivada

Nas sociedades limitadas por prazo indeterminado, a lei também confere aos sócios o direito de se retirarem sem apresentar qualquer causa específica. Este direito deriva da garantia constitucional de liberdade de associação – “Art. 5º [...] XX - ninguém poderá ser compelido a associar-se ou a permanecer associado”. Assim, desejando desvincular-se da sociedade, basta notificar os demais sócios com

antecedência mínima de 60 (sessenta) dias. O efeito do exercício deste direito é, não optando os demais sócios pela dissolução total (caso em que se procederia à liquidação efetiva de todos os ativos e pagamento dos passivos, com a distribuição do saldo a todos os sócios), o dever de pagamento pela sociedade do valor das quotas ao sócio retirante. A este valor dá-se o nome de “haveres”.

Nas sociedades anônimas, em razão da proibição legal de impedimento à negociação das ações por qualquer acionista, inexistia direito de saída voluntária imotivada com obrigação de pagamento pela sociedade. Assim, ao acionista que desejasse se desvincular, restaria o direito de negociar com os demais acionistas ou com terceiros a venda de suas ações, observadas eventuais restrições estabelecidas no estatuto ou em acordo (restrições, mas não impedimento). Historicamente, quando os sócios ou acionistas não tinham respaldo legal para pedir a retirada, era comum o pedido de dissolução total, que acabava sendo convertido em dissolução parcial. Inexistia previsão legal de dissolução parcial, mas era a solução que melhor atendia aos interesses de todas as partes. Atualmente, a dissolução parcial está prevista no Código de Processo Civil e passou a ser um termo utilizado como gênero de diferentes espécies (saída voluntária imotivada, falecimento etc.).

Observando a existência de sociedades anônimas com caráter de personalidade, o que resultava uma dificuldade prática de negociação das ações, a jurisprudência passou a admitir a dissolução parcial de sociedade anônima sem motivação nas hipóteses legais autorizadoras do reembolso. Posteriormente, essa possibilidade passou também a ser prevista no Código de Processo Civil de 2015, mas sem apresentar com clareza seus requisitos: a lei prevê o direito para acionistas que representem 5% ou mais do capital social e que demonstrem que a sociedade não pode preencher seu fim.

O valor dos haveres também foi objeto de diferentes discussões. Ainda quando a lei previa o último balanço aprovado como critério, os requerentes da dissolução pleiteavam que o valor dos haveres fosse calculado como uma dissolução total ficta, utilizando-se um balanço de liquidação, sustentando se tratar de situação diversa da prevista em lei. O Código de Processo Civil, atualmente, faz referência ao termo balanço de determinação, com avaliação de todos os tangíveis e intangíveis a preço de saída. Conforme já referido, os tribunais têm aplicado o entendimento do STF quanto à obrigatoriedade de avaliação na maior amplitude possível, em situação de igualdade entre os sócios, admitindo o critério do fluxo de caixa descontado.

(d) Fechamento de Capital

Um dos eventos que pode resultar na saída de um sócio de uma empresa é o fechamento de capital da companhia com ações negociadas em bolsa (cancelamento de seu registro de companhia aberta), seja por iniciativa desta ou de seu acionista controlador, mediante uma Oferta Pública de Ações - OPA, que terá por objeto a aquisição de todas as ações em circulação no mercado.

Quando realizada por iniciativa da companhia, a OPA de fechamento de capital estará condicionada à existência de reservas e lucros disponíveis que não superem o valor das ações a serem adquiridas, não podendo a operação resultar em redução do capital social.

Para a definição do valor que será ofertado aos titulares das ações que se pretende retirar de circulação, a companhia emissora ou o acionista controlador, conforme o caso, deverá providenciar um laudo de avaliação elaborado por avaliador independente, no qual deverá estar indicado o valor justo das ações objeto da oferta.

O parágrafo quarto, do artigo 4º da Lei das S.A., determina que o valor ofertado na OPA deverá ser ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela CVM, sendo assegurado aos acionistas detentores de ao menos 10% das ações em circulação a iniciativa de solicitar a revisão do valor da oferta mediante deliberação em assembleia especial convocada para essa finalidade. Nessa hipótese, uma empresa especializada deverá ser nomeada para elaborar um novo laudo de avaliação do valor das ações objeto da OPA, cabendo aos acionistas que solicitaram a sua contratação ressarcir a companhia emissora pelos custos incorridos caso o valor apurado no novo laudo seja igual ou inferior ao preço ofertado inicialmente na OPA.

(e) Exclusão

Os sócios que estiverem colocando em risco a continuidade da sociedade também podem ser forçados a sair da sociedade, recebendo o valor de suas quotas ou ações. Nas sociedades limitadas, a exclusão, se houver previsão no contrato social, pode ser extrajudicial por deliberação da maioria dos sócios, que represente a maioria do capital social. Inexistindo previsão ou sendo sociedade anônima (inexiste previsão legal quanto a esta, mas há precedentes), a exclusão pode se dar pela via judicial.

Nos casos de exclusão, também é aplicável o Código de Processo Civil, que faz referência ao termo balanço de determinação, com avaliação de todos os tangíveis e intangíveis a preço de saída. Também é admissível o critério do fluxo de caixa descontado.

Em qualquer caso, o valor que o sócio excluído tiver a receber pode ser compensado com eventual indenização sempre que for possível demonstrar e quantificar os danos causados por ele. É comum, ainda, prever penalidades contratuais (no contrato social, ou acordo de sócios ou acionistas), muitas vezes na forma de uma taxa de desconto sobre o valor de avaliação.

(f) Falecimento

O falecimento do sócio assume consequências distintas no que diz respeito às sociedades limitadas e anônimas. O Código Civil é claro, em seu artigo 1.028, ao afirmar que a morte de sócio na sociedade limitada resultará em liquidação da sua quota, salvo se o contrato social dispuser diferentemente, ou os demais sócios consentirem, unanimemente, pelo ingresso dos herdeiros na sociedade.

O contrato social poderá prever os critérios de liquidação e formas de pagamento do valor da quota, considerada pelo montante efetivamente realizado pelo sócio falecido. Contudo, na ausência de método previamente estipulado pelos sócios, novamente é aplicável o Código de Processo Civil, que faz referência ao termo balanço de determinação, com avaliação de todos os tangíveis e intangíveis a preço de saída. Também é admissível o critério do fluxo de caixa descontado.

O falecimento de sócio no regime das sociedades anônimas não implica, via de regra, a liquidação espontânea da sua participação societária, sendo as ações passíveis de transferência aos herdeiros, que não possuem restrições legais para tornarem-se sócios. Isso porque as sociedades anônimas foram concebidas como sociedades de capital (investimento) sem relevância quanto à pessoa dos sócios (*intuitu personae*). No entanto, quando a personalidade é característica inerente a determinada sociedade, ainda que anônima, é possível argumentar que, não sendo de interesse dos demais acionistas o ingresso dos herdeiros, as ações do falecido devem ser liquidadas mediante o pagamento dos haveres, tal como ocorre nas limitadas. Esta possibilidade ainda não é pacífica, mas, a princípio, o valuation seguiria os mesmos critérios já expostos para as limitadas.

(g) Separação Judicial ou Divórcio

As quotas ou ações de titularidade de sócio em união estável ou casado pelo regime de comunhão

universal de bens, comunhão parcial de bens ou separação obrigatória de bens podem vir a integrar a partilha dos bens em caso de separação judicial ou divórcio.

No que diz respeito às sociedades limitadas, o ex-cônjuge não terá o direito de ingressar na sociedade, mas poderá requerer em juízo que lhe seja pago o valor das quotas que lhe foram atribuídas na partilha. A norma aplicável é também a do Código de Processo Civil, que faz referência ao termo balanço de determinação, com avaliação de todos os tangíveis e intangíveis a preço de saída. Também é admissível o critério do fluxo de caixa descontado.

No que diz respeito às sociedades anônimas, como já mencionado, a regra geral é a de livre circulação e transferência de ações e, portanto, havendo a partilha das ações do sócio com seu ex-cônjuge ou ex-companheiro, poderá este, via de regra, tornar-se acionista.

(h) Opção de Compra ou Venda

A saída de sócio pode também se dar por opção de compra ou venda, que corresponde a uma promessa de transferência da participação societária detida sob determinadas condições. É comum como parte de uma operação de M&A quando há intenção de, em momento posterior, adquirir o saldo de quotas ou ações do vendedor mediante o exercício de uma opção de compra. Também é utilizado como meio de reduzir as incertezas jurídicas quanto às possibilidades de saída voluntária, exclusão, divórcio ou falecimento de acionista em sociedades anônimas.

A opção de venda garante ao titular da participação societária o direito de vendê-la a pessoa pré-determinada, a qual poderá ter uma opção de compra do mesmo ativo ou não.

Nas opções de compra ou venda, define-se por comum acordo no momento da concessão da opção (não no momento do seu exercício) o preço exato ou os critérios ou fórmulas para definição do preço. Por corresponderem a instrumentos negociais específicos, a vontade das partes tende a prevalecer perante o Poder Judiciário sempre que não representem simulações ou que deixem a definição exclusivamente a critério de uma das partes.

É recomendável, portanto, analisar qual o melhor método a ser acordado conforme os interesses das partes com relação à opção de compra ou venda.

2.3 Valuation para emissão de dívida conversível em ações ou quotas

Um dos instrumentos que podem ser utilizados para captação de recursos por empresas que desejam fugir da tradicional captação de dívidas junto a bancos comerciais é a emissão de dívida, seja via emissão de debêntures conversíveis ou outros instrumentos de dívida estruturada. No primeiro caso trata-se de um instrumento capaz de converter determinado montante de dívida em “equity” (ações da empresa). O valor a ser considerado no momento da conversão poderá ser pré-determinado através de um valuation realizado no momento anterior à captação, ou poderá ser estipulado de acordo com regras de conversão a depender da performance da empresa. Em ambos os casos há necessidade de que seja

feita uma avaliação da empresa por um agente isento no momento da captação.

Um aspecto relevante dessa modalidade de investimento é a possibilidade de o investidor ficar imune aos riscos legais decorrentes das atividades da empresa investida até que opte por realizar a conversão de seu crédito em participação societária. Considerando que a legislação e jurisprudência brasileiras preveem diversas hipóteses em que os sócios da empresa poderão responder pessoalmente pelas obrigações da sociedade, não participar diretamente de seu capital social, ao menos no primeiro momento, é uma alternativa que costuma agradar determinados investidores que preferem ter maior clareza quanto aos riscos operacionais da empresa investida e a solidez de sua estrutura de governança antes de decidir pela conversão da dívida em quotas ou ações.

2.4 Valuation para dedutibilidade de ágio e impairment test

Impairment é a regra segundo qual as companhias deverão efetuar, periodicamente, análise sobre a recuperação dos valores registrados no imobilizado e no intangível, a fim de que sejam ajustados de acordo com a capacidade de geração de caixa dos mesmos (§ 3 do art. 183 da Lei das S.A.). Os ajustes no balanço da empresa deverão ser realizados de acordo com as regras do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC-01).

Sempre que uma aquisição/incorporação de empresas é feita, há necessidade de se apurar o valor do ágio contábil, diferença entre o valor pago pela empresa/ativo e o valor contábil dos ativos a serem incorporados. Nestes casos, faz-se necessário realizar um laudo de avaliação chamado PPA (Purchase Price Allocation) a fim de determinar as características de dedutibilidade futura do ágio da transação.

O laudo de PPA deve ser elaborado por perito independente e protocolado na Secretaria da Receita Federal do Brasil até o 13º mês subsequente ao da aquisição da participação societária, conforme determina o artigo 20 da Lei 12.973/2014. Alternativamente, o contribuinte poderá registrar o sumário do laudo no Cartório de Registro de Títulos e Documentos, o qual deverá conter, no mínimo, as informações elencadas no § 7º, do artigo 178 da Instrução Normativa da Receita Federal do Brasil nº 1700, de 14/03/2017.

Importante atentar que o não atendimento das obrigações elencadas acima importará no não aproveitamento do ágio por rentabilidade futura (goodwill) para fins de apuração do Imposto de Renda.

2.5 Valuation para IPOs

A avaliação da empresa nesta fase pode ser desafiadora. Uma vez que as ações desta empresa nunca foram negociadas publicamente antes, é difícil estabelecer parâmetros de comparação para tanto. Durante processos de abertura de capital, ou IPOs (Initial Public Offers), entender o potencial de valor intrínseco da empresa é fator fundamental para definição de uma boa estratégia de investimento. Com base nas informações contidas no prospecto de abertura de capital, depositado junto à CVM, analistas de mercado poderão usar diversas metodologias para tentar precificar as ações a serem emitidas. As metodologias mais comuns nestes casos são a de Fluxo de Caixa Descontado, Avaliação Relativa e de Valor Presente Ajustado ou Leveraged Buy-out.

Os princípios da ampla informação, transparência e tratamento equitativo dos investidores e do mercado em geral são pilares do funcionamento do mercado de capitais, de tal modo que a companhia emissora das ações objeto do IPO deverá divulgar em seu prospecto informações completas, precisas, verdadeiras, atuais, claras, objetivas e necessárias a seu respeito e sobre os valores mobiliários ofertados, em linguagem acessível, conforme determina o artigo 1º da Instrução Normativa 400 da CVM, sendo a companhia emissora e a instituição financeira líder da distribuição (coordenador líder da oferta) corresponsáveis pelas informações divulgadas.

O artigo 32 da mesma norma determina que, em se tratando de emissora que esteja em fase de constituição ou pré-operacional, ou que pretenda captar no mercado recursos destinados a investimento em novas atividades ainda não desenvolvidas pela empresa, o pedido de registro de oferta pública deverá ser instruído, além do prospecto, com estudo de viabilidade econômico-financeira da emissora.

Um aspecto fundamental a ser analisado na precificação da ação da companhia emissora são os fatores de risco relacionados com a oferta e com as atividades desenvolvidas pela empresa que possam, de alguma forma, fundamentar a decisão de investimento de potencial investidor. Esses fatores devem ser expostos no prospecto, em ordem de relevância, para auxiliar a análise do risco do investimento.

A faixa indicativa do preço das ações objeto do IPO é definida pela companhia emissora e o coordenador líder da oferta considerando o valor de mercado estimado da empresa, o montante a ser captado, o percentual de ações que será negociado (float) e a demanda dos investidores pelo papel, conforme as intenções de investimento coletadas durante a realização do road-show da empresa aos potenciais investidores (bookbuilding).

2.6 Valuation para portfólios de investimento (PE e VC)

Além da própria regulação imposta pela CVM, para que seja possível determinar a regra de diluição de novas chamadas de capital, há a necessidade de se realizar uma avaliação do capital investido a valor de mercado. Como o portfólio de investimentos desta modalidade de fundos é composto por ações/quotas de empresas, é necessário realizar um valuation independente de cada empresa que compõe o fundo.

Uma empresa em fase inicial ou em estágio inicial tem, apesar de uma série de peculiaridades intrínsecas aos seus modelos de negócios, perspectivas de crescimento e necessidades de investimento essenciais como qualquer outra empresa, o que significa que os mesmos métodos tradicionais podem ser aplicados para estimar o valor econômico, como o Fluxo de Caixa Descontado e Avaliação Relativa.

No entanto, sob o ponto de vista prático, geralmente em função do dinamismo e da incerteza envolvidos no desenvolvimento da empresa, as abordagens fundamentais são muitas vezes descartadas para abordagens mais simples com base em necessidades de investimento específicas e metas de patrimônio do investidor ou abordagens baseadas em saídas futuras e taxas internas de retorno exigidas. Uma dessas abordagens é o método de capital de risco, descrito pela primeira vez pelo Professor Bill Sahlman na Harvard Business School em 1987, que reflete o processo dos investidores, em que procuram

uma saída dentro de, por exemplo, 3 a 7 anos. Primeiro é estimado um preço de saída esperado para o investimento. A partir daí se refaz o valuation no cenário “post-money” (pós investimento) levando em consideração o tempo e o risco que os investidores assumem.

Além dos métodos quantitativos, os fatores qualitativos também são importantes para as estimativas do valor do capital de risco e incluem a análise do tamanho do mercado, a capacidade de execução da equipe, o modelo de negócios e o momento. No entanto, à medida que a empresa e as necessidades de investimento crescem, as abordagens tradicionais de avaliação também devem ganhar importância.

A Instrução Normativa 579 da CVM determina que os Fundos de Investimentos em Participações - FIP classificados como “entidade de investimento” - fundos que possuem mais de um cotista, mais de um investimento em seu portfólio e um gestor qualificado com discricionariedade na representação e na tomada de decisão junto às empresas investidas - na elaboração de suas demonstrações financeiras anuais deverão avaliar seus investimentos individualmente, a valor justo, o qual deve refletir as condições de mercado no valor de sua mensuração.

O administrador do FIP deve avaliar continuamente a existência de eventos ou alteração de condições que possam influenciar materialmente o valor justo dos investimentos, caso em que nova mensuração do valor justo deverá ser efetuada e seus efeitos reconhecidos contabilmente no período de ocorrência.

2.7 Valuation para avaliação de projetos (capital budgeting)

“Capital Budgeting” ou orçamento de capital é o processo pelo qual os investidores determinam a alocação de recursos em projetos de investimento potencial. As abordagens mais comuns para a seleção de projetos são o período de retorno (Pay Back), a taxa interna de retorno (TIR) e o valor presente líquido (VPL), ou fluxo de caixa descontado (FCD ou DCF na sigla em inglês).

O período de retorno determina quanto tempo levaria para uma empresa ver o suficiente nos fluxos de caixa para recuperar o investimento original de acordo com o custo de capital de determinada empresa.

A taxa interna de retorno é o retorno esperado de um projeto - se a taxa for maior do que o custo de capital, é um bom projeto. Neste caso o resultado da análise é comparável ao custo de capital.

O valor presente líquido ou fluxo de caixa descontado é o mesmo método utilizado para avaliação de empresas já abordado neste material e retorna o valor presente líquido de determinado projeto, o que neste caso também pode ser interpretado como potencial de valorização da empresa.

3.

PONTOS DE ATENÇÃO NO VALUATION EM M&A

3.1 Preço x Valor

O preço pode ser entendido como o dinheiro ou montante a ser pago para obter algo, enquanto o valor implica a utilidade que provém da utilização de certo bem para um determinado indivíduo. No contexto das transações de M&A, preço é o montante de dinheiro pago pelo comprador ou investidor a sócio da empresa que está sendo vendida ou à própria, quando esta estiver recebendo recursos financeiros (aporte de capital). O valor, apesar de se basear em fundamentos intrínsecos, tais como as abordagens de fluxo de caixa descontado, pode variar de investidor para investidor (tanto interno como externo), é relativo. Pense no preço da água no supermercado e no valor para alguém que está com sede. Sendo assim:

“Valor é um conceito econômico; como tal, nunca é um fato, mas sempre uma opinião sobre o valor de um ativo em um determinado momento de acordo com uma definição de valor específica” (Normas Uniformes de Prática de Avaliação Profissional).

Preço e valor são, portanto, conceitos relacionados, mas distintos. A teoria econômica nos diz que, o preço de um bem é o ponto em que a curva da oferta satisfaz a curva da demanda. Ceteris paribus, uma maior procura deveria significar preços mais altos. O valor, por outro lado, “atribui a vantagem explícita por causa da propriedade de um determinado bem, enquanto o preço representa o sacrifício ou o dispêndio necessário (ou esperado) para adquirir esse objeto”. O preço indicará se um bem é barato ou caro com base no que outros estão dispostos a pagar, enquanto a avaliação indicará quanto “vale” um bem. Ou, nas palavras de Warren Buffet: “preço é o que se paga, valor é o que se obtém”.

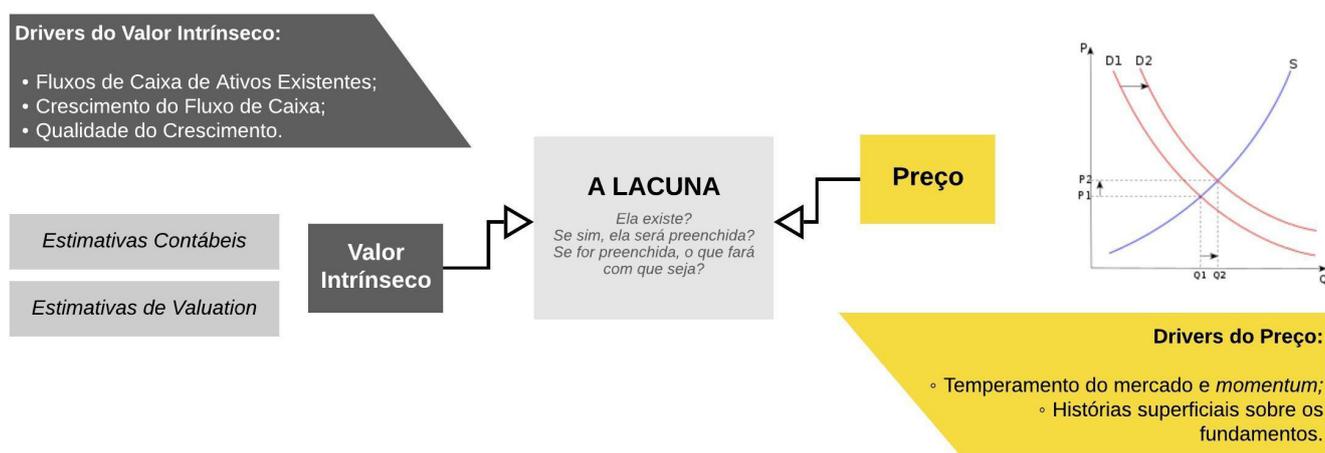
A avaliação que estabelece o valor financeiro de uma empresa é uma etapa importante do processo de aquisição. Em M&A, o valuation fornece um guia e uma compreensão inicial de quanto se deve, ou poderia, pagar pela empresa alvo ou pela participação objeto da venda. Total Enterprise Value (TEV, ou Valor Total da Firma) é o valor bruto de mercado de uma empresa e é sinônimo do valor de uma transação de M&A. Uma compreensão do valor, apoiada por pressupostos sólidos deve ajudar a fornecer uma âncora para o preço.

O valor intrínseco refere-se ao valor de uma empresa ou ativo determinado através de uma análise fundamental sem referência ao seu valor de mercado. O valor pode ser resumido como uma função da capacidade de um ativo de fornecer fluxos de caixa positivos, após trazer os fluxos futuros ao valor presente por meio de um ajuste baseado no risco. O valor justo refere-se ao preço de venda de um ativo determinado através de uma negociação entre comprador e vendedor que estejam dispostos a realizar essa atividade, assumindo que ambas as partes têm conhecimento e entram livremente nesta transação. A base do valor descreve o tipo específico de valor a ser mensurado e considera as perspectivas das partes na transação.

Entretanto, quando botamos os ensinamentos em prática, o valor só pode ser um guia para a determinação do preço. Para as empresas de capital aberto, o valor de mercado é simplesmente uma medida de como o mercado, ou acionistas, precificam as ações da empresa atualmente, ou quanto custaria para comprá-las, por outras palavras, seu preço. Como o Professor Damodaran afirma:

“No investimento público, tenho argumentado que isto é verificado caso opte-se por jogar o jogo do valor (investir em ativos onde o preço < valor e esperar que o mercado se corrija) ou o jogo do preço (onde se negocia ativos, comprando a um preço mais baixo e vendendo a um preço mais alto).”

Nas transações do mercado privado o preço é negociado no acordo de aquisição e pode ser superior ou inferior às estimativas de valor intrínseco, com base numa gama de fatores quantitativos e qualitativos, incluindo a estrutura do negócio e outros aspectos não financeiros. Se você for um comprador estratégico, pode estar disposto a pagar mais por uma empresa a fim de executar rapidamente o seu plano de crescimento estratégico ou para bloquear um concorrente de adquiri-la primeiro. Damodaran fornece uma forma perspicaz de ilustrar esta distinção:



O preço de compra é o montante que o vendedor recebe em troca da participação societária vendida, sua empresa, ou suas ações. O preço de compra reflete uma declaração tangível de avaliação que um comprador enxerga em uma empresa, e pode ser estruturado para preencher lacunas das expectativas de avaliação. O principal objetivo para a maioria dos vendedores numa transação de M&A é maximizar o preço aumentando o valor da empresa. O espaço significativo entre os termos de preço provenientes das fórmulas de avaliação e as preferências de negócio das partes é a área onde grandes quantidades de valor potencial podem ser ganhas ou perdidas durante a transação.

Um processo de M&A bem planejado e estruturado em um ambiente competitivo pode aumentar significativamente o preço final da transação acima das estimativas do valor intrínseco inicial.

3.2 Ajustes de EBITDA e Normalizações

O EBITDA (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization em inglês) em português, LAJIDA (Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização), e o seu múltiplo, é um termo comum

em fusões e aquisições e em transações de private equity para determinar a avaliação justa de uma empresa e, portanto, para determinar os earn-outs (pagamentos complementares de preço) e outros ajustes pós-fechamento. É importante notar que a Receita Operacional não deve ser confundida com a Receita Líquida. Os lucros operacionais são derivados da seguinte fórmula: Receitas menos Custos de Mercadoria Vendida menos Despesas Fixos.

O EBITDA, sendo um item none-GAAP (Generally Accepted Accounting Principles), é utilizado para projetar o lucro operacional que uma empresa teria, sem ter em conta fatores não operacionais como impostos, juros, depreciação e amortização. Ao acrescentar a Depreciação e Amortização à demonstração de fluxos de caixa, chegamos ao EBITDA como um indicador proxy dos ganhos de caixa de uma empresa. Embora não seja perfeita, o EBITDA é uma métrica de avaliação amplamente aceita.

Qualquer ganho ou perda extraordinário deve ser excluído da base do cálculo, uma vez que podem apresentar um perfil de retorno distorcido. Por que é que os profissionais de fusões & aquisições utilizam o EBITDA para fins de avaliação? Porque estão tentando determinar o poder dos ganhos de uma empresa em operação, independentemente de fatores fiscais e de financiamento (ou seja, as despesas fiscais e de juros são excluídas do EBITDA). Cada comprador terá situações financeiras e fiscais únicas, de tal modo que estes itens não são incluídos para se obter uma avaliação de base. Esta abordagem assegura que todos os compradores utilizem uma abordagem de avaliação parecida, comparando laranjas com laranjas, ao submeterem ofertas.

Por conseguinte, geralmente as partes acordam em certos 'add-backs' ou exceções no cálculo do EBITDA para chegar ao que é frequentemente denominado como 'EBITDA Ajustado'.

O EBITDA Ajustado fornece aos advisors (assessores financeiros) uma métrica normalizada para tornar as comparações mais significativas entre uma variedade de empresas do mesmo setor. As empresas de capital aberto reportam o EBITDA padrão nas declarações financeiras, uma vez que o EBITDA Ajustado não é exigido nas declarações financeiras. O EBITDA Ajustado depende de ajustes realizados de empresa a empresa.

A razão para os ajustes é que, certos itens únicos, irregulares e não recorrentes que não têm um valor preditivo, devem ser ajustados para que a pessoa que analisa estes números seja capaz de desenvolver uma melhor estimativa dos verdadeiros benefícios econômicos das operações da empresa em condições normais de mercado.

Assim, para que um item seja ajustado a partir dos ganhos, é essencial que tal item: (a) seja extraordinário ou "único"; (b) seja não-recorrente por natureza; e (c) tenha uma relação direta com o acontecimento que causa tais despesas/perdas.

Os ajustes devem ser feitos com assertividade e a devida diligência para que o comprador possa aceitá-los como sendo justos e justificáveis. Os ajustes do EBITDA são únicos para empresas e indústrias, mas abaixo listamos alguns dos ajustes mais comuns vistos em transações de fusões e aquisições:

- Ganhos ou perdas não realizadas;
- Despesas de litígio;

- Salário do proprietário e compensação que pode ser superior ou inferior à média do mercado (empresas privadas);
- Ganhos ou perdas no mercado cambial;
- Desvalorização nos ágios;
- Receitas não operacionais;
- Remuneração das ações;
- Ganhos ou perdas extraordinárias;
- Baixa de ativos (write-downs);
- Ajustar o aluguel às taxas de mercado e outras considerações imobiliárias não-operacionais;
- Despesas da empresa pagas pelos proprietários (e quaisquer considerações fiscais daí resultantes);
- Contabilização de qualquer receita “Off the books” (e quaisquer considerações fiscais resultantes);
- Dívidas incobráveis ou abatimentos de inventário;
- Proposta de ajustes de auditoria não registrada;
- Desvios das normas de contabilidade - IFRS;
- Reversão de reservas constituídas em períodos anteriores;
- Classificações erradas da demonstração de resultados (itens operacionais registrados em outras receitas/despesas);
- Despesas de P&D não consideradas no resultado;
- Impacto de aquisições ou alienações anteriores.

Esses são só alguns pontos de ajustes do EBITDA, outros podem ser levantados conforme a especificidade de cada negócio. Note-se que nem todos irão necessariamente aumentá-lo. Por essas razões, um advisor experiente estará bem posicionado para ajudá-lo nessa avaliação dos ajustes, como também para defendê-los perante a um comprador. No futuro, um ponto de atenção é de como seria tratado a questão de impactos da pandemia da COVID-19 em quaisquer normalizações. Será que a pandemia se qualificaria como um evento extraordinário, incomum ou não-recorrente?

Por exemplo, se uma empresa for avaliada utilizando um múltiplo de EBITDA, o valor pode mudar significativamente após a implementação de add-backs. Assume-se que uma empresa está sendo avaliada para uma transação de venda, utilizando um múltiplo de EBITDA de 5x para chegar à estimativa do preço de compra. Se a empresa tiver apenas R\$1 milhão de despesas não recorrentes ou normalizadas para adicionar ao cálculo do EBITDA Ajustado, isto poderia potencialmente acrescentar R\$5 milhões (R\$1 milhão vezes o múltiplo de 5x) ao seu preço de compra. Por esta razão, os ajustes do EBITDA são objeto de grande análise por parte de analistas e bancos de investimento durante este tipo de transações.

Exemplo de ajustes EBITDA na prática:

DRE	
= EBITDA	12.000.000
AJUSTES DE EBITDA	705.000
Mais: Ajuste de competência de receitas	1.000.000
Mais: Receitas e despesas não recorrentes	100.000
Menos: Despesas pagas pelos sócios	(25.000)
Menos: Aluguel (ao valor de mercado)	(100.000)
Menos: Salários Sócios Incrementais (ao valor do mercado)	(220.000)
Menos: Outras despesas não operacionais	(50.000)
EBITDA AJUSTADO	12.705.000

A maioria dos ajustes realizados durante um processo de avaliação de empresas estão relacionados a práticas contábeis divergentes às orientadas pelo Conselho de Políticas Contábeis, IFRS e American GAAP. Os principais grupos de ajustes envolvidos na normalização do EBITDA são: Ajustes de competência de receitas, impostos, custos e despesas, inclusão ou exclusão de despesas não contabilizadas (somadas aos ajustes tributários devidos), ajustes de receitas e despesas para parâmetros de mercado entre partes relacionadas (sócios e empresas do mesmo grupo econômico) e ajustes de eventos não recorrentes que afetariam o nível normal de rentabilidade da empresa.

O EBITDA Ajustado ou a “Qualidade dos lucros” no contexto de um potencial aquisição tem um significado diferente da qualidade dos lucros do ponto de vista de uma auditoria. Simplificando, num ambiente de transação, representa a taxa de rentabilidade sustentável e é um elemento crítico para os compradores na construção de um modelo de avaliação, sendo frequentemente a base para as negociações de preços de compra. Estes ajustes devem ser razoáveis, conservadores e fazer sentido operacional para assegurar o alinhamento e a transparência com os potenciais compradores.

3.3 Necessidade de Capital de Giro em M&A

Na estruturação de uma transação de M&A é comum os compradores incluírem certas salvaguardas, tal como cláusula de indenização, uma conta de garantia às obrigações de indenizar ou outras retenções, e muito frequentemente uma das exigências feitas aos vendedores é de que seja mantido na empresa alvo um montante mínimo de “capital de giro” para garantir que não haja problemas de liquidez imediata na empresa alvo logo após o fechamento da transação.

O capital de giro é fundamentalmente importante na operação de um negócio e é um fator chave na determinação do valor de uma empresa através de ajustes diretos às estimativas de fluxo de caixa livre, com base na variação dos montantes de capital de giro do balanço. Em termos gerais, a Necessidade de Capital de Giro (NCG) é a diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante de uma empresa no seu balanço patrimonial.

É uma medida da liquidez da empresa e da sua capacidade de cumprir obrigações de curto prazo, bem

como financiar as suas operações. As considerações da NCG variam muito dependendo dos setores industriais e da gestão operacional das próprias empresas. Explicitamente, a posição ideal para uma empresa seria possuir mais ativo circulante do que passivo circulante, e assim ter um saldo líquido positivo de capital de giro, embora implicitamente, para a avaliação, uma variação líquida negativa do capital de giro significa essencialmente que uma empresa está sendo financiada pelos seus fornecedores, ou por outras palavras, permite que a empresa receba dinheiro adiantado, mas pague aos fornecedores mais tarde. Situações semelhantes que resultam de uma vantagem competitiva são mais a exceção do que a regra, mas mostram que o capital de giro negativo pode ser, em alguns casos, contra intuitivamente, um atributo “positivo”.

Para fins de valuation esta definição básica é ajustada para assegurar uma visão mais restrita das operações das empresas, ao subtrair o Caixa e Equivalentes de Caixa, que rendem juros, e toda a dívida onerosa, dívida de curto prazo e parte da dívida de longo prazo que é paga no período corrente. Esta dívida será considerada no cálculo do custo do capital e seria inadequado contá-la duas vezes. Além disso, a dívida líquida (a diferença entre caixa e dívida) é contabilizada na Fórmula de Enterprise Value.

No contexto das transações de fusões e aquisições, essa simples definição pode ser uma parte complexa e importante da operação. A análise da NCG é uma das áreas-chave na due diligence financeira, juntamente com a compreensão eficaz da análise do EBITDA e da dívida a longo prazo.

Os compradores desejarão saber o montante adequado de capital de giro necessário para gerar fluxos de caixa, manter a operação em andamento e estabelecer uma meta adequada de capital de giro a ser mantido na empresa no fechamento da transação (denominado “peg” ou valor de referência). Os vendedores devem transferir um nível adequado de capital de giro, mas não mais do que o necessário.

Os ajustes do capital de giro em que os compradores mais se concentram normalmente são:

Ativo Circulante:

- Contas a receber
- Estoque
- Adiantamentos a Fornecedores
- Impostos a deduzir

Passivo circulante:

- Contas a pagar
- Obrigações Trabalhistas, Sociais e Fiscais
- Adiantamentos Recebidos
- Provisões

Um ajuste do preço de compra é frequentemente utilizado para assegurar tanto o comprador como o vendedor que um nível de capital de giro mutuamente acordado é entregue no fechamento da transação. O capital de giro é frequentemente abordado na LOI (Letter of Intent ou Carta de Intenção), junta-

mente com um reconhecimento antecipado da necessidade de um ajuste no preço de compra. O capital de giro tem um impacto potencial no preço de compra.

O capital de giro pode flutuar nas transações e, portanto, compradores e vendedores terão de concordar em relação a um mecanismo de ajuste de preço levando em conta o montante alvo de capital de giro. Isto normalmente é feito através de:

- a. Análise do desempenho histórico do capital de giro da empresa;
- b. Estabelecimento de critérios entre a parte compradora e a vendedora sobre o que engloba o capital de giro;
- c. Estimativa de um nível “normalizado” de capital de giro, geralmente através de médias históricas.

Se no final da transação o vendedor tiver entregado mais capital de giro do que era necessário, o vendedor receberá um ajuste positivo ou o aumento do preço de compra (sendo importante atentar para os impactos fiscais deste ajuste para o vendedor). Se o vendedor entregar menos capital de giro do que foi visado, o vendedor ficará devendo a diferença negativa. Muitas vezes, o objetivo do capital de giro será uma média LTM (últimos doze meses) ou uma média calculada a partir do patamar histórico do capital de giro.

Exemplo: Nível de Capital de Giro no fechamento da transação em comparação com o montante de referência que foi estimado.

- Capital de Giro no Fechamento: R\$ 45.000.000
- Capital de Giro Referencial: R\$ 40.000.000
- Capital de Giro Incremental - O Comprador Paga ao Vendedor: R\$ 5.000.000

Ter um alvo definido permite uma negociação mais fluída e com menos atritos, uma vez que tanto o comprador como o vendedor podem concordar o quanto de capital de giro deve permanecer no final da negociação a fim de manter as operações atuais da empresa. Um ajuste do capital de giro também é necessário em uma transação pois um vendedor poderia manipular o capital circulante em seu favor antes de uma transação ser concluída e entregar uma quantidade inadequada de capital de exploração no fim do negócio.

Estes mecanismos são importantes do ponto de vista do comprador ou investidor, uma vez que o vendedor tem a vantagem de saber de ponta a ponta as informações de seu próprio negócio e, portanto, é uma questão de “informação assimétrica”. Potencialmente, o vendedor poderia manipular o fluxo de caixa do Capital de Giro e aumentar o EBITDA da empresa a fim de obter um preço de compra mais elevado do comprador, por exemplo, através de contas a receber com desconto agressivo ou de liquidação de estoque. Uma compreensão do desempenho passado, níveis normalizados e objetivos futuros pode ajudar a assegurar o alinhamento entre as partes. O papel do advisor é fundamental para ajudar tanto na análise financeira, como nas negociações e no alinhamento entre as partes interessadas envolvidas no processo.

3.4 Custo do Capital em Fusões & Aquisições

Os custos de oportunidade representam os benefícios potenciais que um indivíduo, investidor, ou empresa perde ao escolher uma alternativa em detrimento de outra. A ideia de custos de oportunidade é um conceito importante em finanças corporativas. Também melhora o planejamento estratégico e a tomada de decisões de investimento através da definição de critérios de avaliação. Para avaliar corretamente as oportunidades, os custos e benefícios de cada opção disponível devem ser considerados e ponderados em relação às outras. Em teoria, a gestão da empresa só investirá em iniciativas e projetos que proporcionem retornos que excedam o seu custo de capital. O risco é uma parte fundamental da avaliação. Quando tentamos encontrar o valor de uma empresa ou de seu equity (capital próprio), utilizamos o custo do capital ou o custo de equity como a taxa de desconto.

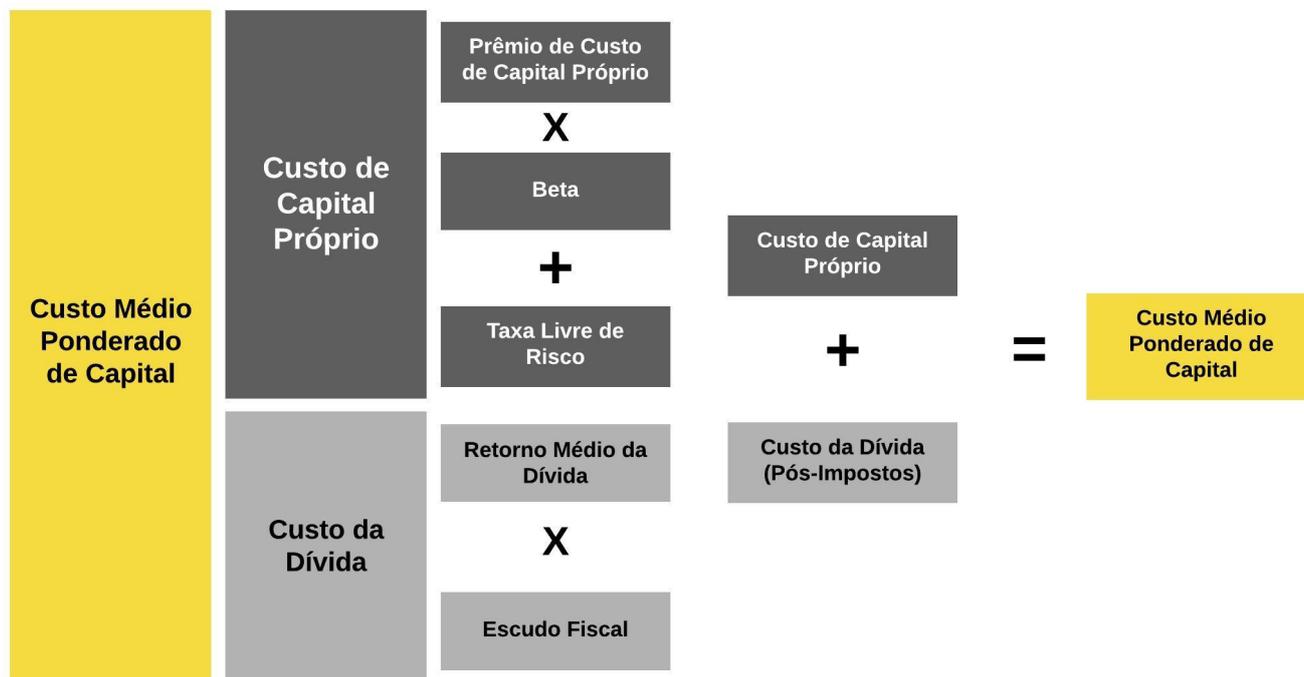
Em economia e finanças, o custo do capital é o custo dos recursos de uma empresa (tanto dívida como capital próprio), ou, do ponto de vista de um investidor, a taxa de retorno necessária dos ativos em sua carteira para compensar o risco que assumiram ao investir no ativo.

É o rendimento mínimo que os investidores esperam por fornecer capital à empresa, estabelecendo assim uma referência que um novo projeto ou operação de M&A tem de cumprir. O custo do capital representa um obstáculo que uma empresa tem de ultrapassar antes de poder gerar valor e é amplamente utilizado no processo de fusões e aquisições e aporte de capital para determinar se uma empresa deve prosseguir com um projeto. Em outras palavras, é uma avaliação do risco do capital próprio de uma empresa ou do risco específico de um projeto.

Na avaliação é o segundo fator que acompanha as projeções de fluxo de caixa na abordagem DCF, fornecendo a(s) taxa(s) de desconto específica(s) que são utilizadas para levar os fluxos de caixa futuros aos seus montantes de valor atual equivalente (VPL). Por conseguinte, são um componente chave da análise do valor econômico.

Muitas empresas utilizam uma combinação de dívida e capital próprio para financiar os seus negócios e, para essas empresas, o custo geral do capital deriva do custo médio ponderado de todas as fontes de capital, incluindo ações ordinárias, ações preferenciais e dívida, sendo amplamente conhecido como o custo médio ponderado do capital (WACC). Isto faz sentido, uma vez que, como foi discutido anteriormente, o principal foco da avaliação num contexto de fusões e aquisições é calcular o Valor da Firma (EV) de uma companhia, uma função tanto da dívida como do capital próprio. De forma simples, podemos dizer que o WACC é a taxa de desconto para calcular o valor presente líquido de uma empresa ou ativo operacional.

A fórmula do WACC é dada da seguinte forma:



$$WACC = (E/V \times Re) + ((D/V \times Rd) \times (1 - T))$$

Onde:

E = valor de mercado do equity da empresa ou, para as empresas privadas, a proporção de capital próprio em comparação com a dívida, com base no balanço patrimonial

D = valor de mercado da dívida da empresa ou para as empresas privadas a proporção da dívida em comparação com o capital próprio com base no balanço patrimonial

V = valor total do capital da empresa (capital próprio mais dívida)

E/V = porcentagem de capital que é capital próprio (equity)

D/V = porcentagem do capital que é dívida

Re = custo do capital próprio ou taxa de retorno necessária

Rd = custo da dívida (calculado como o rendimento até ao vencimento da dívida existente ou o custo incremental de novos títulos de dívida)

T = alíquota de imposto

O custo de equity (na fórmula acima, dado como Re), ou capital próprio em português, é calculado através do Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (MPAF, ou Capital Asset Pricing Model ou CAPM na sigla em inglês). O CAPM descreve a relação entre o risco sistemático e o retorno esperado dos ativos, particularmente das ações. O modelo leva em conta a sensibilidade do ativo ao risco não-diversificável (também conhecido como risco sistemático ou risco de mercado), frequentemente representado por beta (β) na indústria financeira, a taxa livre de risco (comumente a taxa dos Títulos Públicos emitidos

pelo Tesouro Nacional) e o prêmio de risco de ações, ou o rendimento esperado no mercado menos a taxa livre de risco. O CAPM é amplamente utilizado nas finanças empresariais para a fixação de preços de títulos de risco e para gerar retornos esperados e custo do capital com base no risco do ativo.

Os investidores esperam ser compensados pelo risco e pelo valor temporal do dinheiro. A taxa livre de risco na fórmula CAPM contabiliza o valor temporal do dinheiro. Os outros componentes da fórmula CAPM contabilizam a tomada de risco adicional por parte do investidor.

O CAPM foi introduzido pelos economistas Treynor e Sharpe nos anos 60, com base em contribuições anteriores de Harry Markowitz sobre diversificação e a teoria moderna do portfólio. Sharpe, Markowitz e Merton Miller receberam conjuntamente o Prêmio Nobel da Economia de 1990 por esta contribuição no campo da economia financeira.

Nos seus termos mais simples, os principais pressupostos da fórmula são dados da seguinte forma:

- **Taxa Livre de Risco:** A taxa livre de risco é o retorno que pode ser obtido investindo em um título livre de risco, sendo os títulos do Tesouro dos EUA o input padrão. Dependendo de outras premissas do modelo CAPM, os títulos do governo brasileiro também podem ser usados para avaliações locais, mas a taxa livre de risco escolhida normalmente é de 5 a 10 anos, dependendo dos períodos de projeção.
- **Prêmio do Risco de Equity (PRE, ou ERP em inglês):** O ERP é definido como a renda extra que pode ser obtida sobre a taxa livre de risco, investindo em ativos de renda variável para justificar o aumento do risco em comparação com títulos de rendimento fixo. Uma forma simples de estimar o ERP é subtrair o rendimento livre de risco do rendimento do mercado.
- **Beta:** O beta refere-se à volatilidade ou grau de risco de uma ação em relação a todas as outras ações no mercado. O Beta pode ser calculado diretamente a partir dos preços das ações e suas referências para empresas de capital aberto, para empresas privadas através de médias setoriais ou com análise de regressão das métricas financeiras das empresas. Se utilizarmos informações de empresas abertas na bolsa ou médias setoriais e uma vez que diferentes empresas têm diferentes estruturas de capital, o beta sem alavancagem (beta do ativo) é calculado para remover o risco adicional da dívida, a fim de visualizar o risco empresarial puro antes da alavancagem com base na estrutura de capital específica da empresa.
- **Custo da dívida:** Resumidamente, o cálculo do custo da dívida (e potencialmente da ação preferencial) é um dos elementos mais simples da equação do WACC. O custo da dívida geralmente é dado como o rendimento até ao vencimento da dívida existente da empresa e, de forma semelhante, o custo da ação preferencial é o retorno da ação preferencial da empresa. No entanto, como as análises do custo do capital, em teoria, devem ser prospectivas, o custo da dívida também pode ser calculado como a dívida incremental esperada sobre novos títulos de dívida. Uma vez que os pagamentos de juros são dedutíveis nos impostos para empresas maiores em certos regimes fiscais, o potencial escudo fiscal é considerado, (calculado através da multiplicação do custo da dívida por $1 - \text{Taxa de Imposto}$).

- Pontos adicionais: Para avaliação de empresas brasileiras, normalmente são acrescentados fatores adicionais de risco através do “Método Build Up”, incluindo “prêmios” para o risco adicional do país e para o tamanho da empresa.
 - ◇ O “Prêmio de Risco do País” (PRC, ou CRP em inglês) avalia a forma como o valor de um ativo é afetado pela sua localização em um país estrangeiro. Este efeito, vulgarmente conhecido como risco-país, reflete os potenciais impactos de riscos políticos, econômicos e financeiros adicionais de operar em algum país específico. Os fatores de risco-país podem ter um impacto significativo no custo do capital e, portanto, no resultado do valuation. O cálculo do PRC normalmente envolve a estimativa do prêmio de risco para um mercado maduro como os Estados Unidos junto com a soma de um diferencial de spread.
 - ◇ O prêmio das small-cap, resumidamente, refere-se ao prêmio das pequenas empresas (um baixo valor de mercado) que se espera ganhar em comparação com as grandes empresas (elevado valor de mercado). Quanto maior for o prêmio de uma small cap, maior será o rendimento do capital próprio exigido e menor será o valor da transação. Estes prêmios podem ser calculados de acordo com o tamanho específico da empresa. Comumente, os prêmios tendem a variar entre 1-10%. Há um extenso debate acadêmico sobre a utilização do prêmio de small cap e sobre a sua própria existência estatística. No entanto, é uma inclusão comum, a nível prático, nas análises de avaliação num contexto de fusões e aquisições.
 - ◇ Outro ponto-chave para se prestar atenção é o papel do chamado “investidor marginal” para o valor do investimento. Podemos pensar sobre este conceito da seguinte forma. Se existem múltiplos investidores numa empresa, qual deles define o custo do capital próprio? Tecnicamente deveriam ser os “investidores marginais”, aqueles que detêm uma grande quantidade de capital próprio e são investidores ativos. Presume-se que os investidores marginais fixam os preços e, portanto, a sua avaliação do risco deve definir a forma como devemos pensar sobre o risco. Se os investidores marginais tiverem investimentos diversificados, o único risco que eles deveriam se preocupar é com o risco de mercado, ou seja, o risco que não podem diversificar. Se não forem diversificados, deverão se preocupar com todos os riscos potenciais da empresa.

Apesar de as oportunidades de investimento variarem drasticamente entre empresas e indústrias, seria de se esperar que o processo de avaliação dos retornos financeiros dos investimentos fosse padronizado. Por meio de pesquisas, a grande maioria dos advisors empresariais utiliza tanto o método DCF e o WACC como abordagem ao custo do capital. Contudo, há muito pouco consenso sobre os pressupostos e dados reais utilizados para definir o custo do capital. Isto pode ser um desafio, uma vez que o valor económico é muito sensível às taxas de desconto. Esta é, portanto, outra área onde o bom senso, a experiência e a capacidade técnica do advisor em fusões e aquisições podem ajudar.

3.5 Impacto dos Descontos de Liquidez

Nos mercados financeiros a liquidez dos ativos é uma consideração fundamental e ativa. A liquidez refere-se à facilidade em que um ativo pode ser convertido em dinheiro, sendo o dinheiro um ativo totalmente líquido e outros títulos líquidos, em graus variáveis. Os investidores valorizam a liquidez e pagariam mais por um ativo que seja totalmente líquido do que por um ativo idêntico que não seja totalmente líquido. A liquidez e a comercialidade são frequentemente confundidos. O risco de liquidez é um aspecto do mercado secundário. A liquidez envolve tanto a rapidez da transação como a visibilidade em torno do seu preço de venda. Por vezes, a palavra “liquidez” é aplicada a ativos que são simplesmente convertíveis em dinheiro, tais como contas poupança e contas do mercado monetário, em oposição aos ativos que são vendidos no mercado secundário. A comercialidade, por outro lado, está ligada à velocidade de transação. Por exemplo, a rapidez da conversão de um ativo em dinheiro e não a certeza do seu preço de venda ou conversão.

Independente de se estar fazendo uma avaliação com base no valor econômico intrínseco, comparando com o preço de ativos semelhantes (múltiplos) ou o preço através de opções reais (avaliação de reivindicações de contingentes), a iliquidez tem impacto no valor, tanto em termos de considerações de fluxo de caixa, como de decisões de alocação de ativos. Afinal de contas, a avaliação é um processo utilizado para determinar quanto um negócio vale. Determinar o valor de uma empresa privada e saber “o que impulsiona o seu valor é um pré-requisito para decidir sobre o preço adequado a pagar ou receber numa aquisição, operação de fusão, reestruturação empresarial, venda de títulos, e outros eventos tributáveis”, de acordo com o site PrivCo.com.

Nos mercados de ações os fatores de liquidez podem ser mínimos e mais simples, mesmo que ainda existam. No entanto, são nos mercados privados que a liquidez é uma questão-chave na avaliação de ativos e podem afetar significativamente o valor ou mais especificamente a “precificação”. De fato, tais “descontos de liquidez” podem atingir até 50% do valor estimado. Quão grande deve ser o tamanho de um desconto de liquidez para uma dada empresa? Este é um desafio técnico, dado que o desconto em si não é explícito. A obtenção de informações valiosas sobre transações comparáveis é notoriamente difícil, mas se tais informações estiverem disponíveis, será o preço final da transação e não o valor fundamental atual que será reportado. A diferença entre a avaliação intrínseca e o preço é, afinal, uma função da liquidez, para não mencionar potencialmente uma série de outros fatores qualitativos e quantitativos (que por sua vez ajudam a aumentar ou diminuir a liquidez) que este material já abordou no capítulo dois. Por outras palavras, liquidez pode ser conceitualizada como influência na mensuração de preços e não necessariamente no valor intrínseco.

Um desafio para muitos relatórios de avaliação de empresas é, portanto, a comunicação eficaz do valor de um interesse patrimonial não comercializável, particularmente a fundamentação para o desconto selecionado por falta de comercialidade (DLOM, ou Discount for Lack of Marketability). Embora, pelo contrário, seja também razoavelmente intuitivo para os proprietários de empresas e investidores que as empresas privadas sejam vendidas tipicamente com desconto de preço em comparação com as empresas de capital aberto que de outra forma seriam comparáveis. No entanto, continua a ser um desafio de compromisso, dado que se está essencialmente subtraindo uma parte potencialmente enorme do valor da empresa ou do ativo (ou, no mínimo, assinalando que tal desconto existe), especialmente porque,

com a mesma frequência, tais descontos são calculados subjetivamente ou através de regras básicas. Esta é uma abordagem questionável já que níveis de liquidez e, portanto, os subsequentes descontos de iliquidez aplicados, devem variar entre mercados, setores, ativos, perfis de investidores e mesmo ao longo dos prazos utilizados. Existem alguns fatores que impactam a liquidez, como se descreve a seguir.

- Liquidez dos ativos detidos pela empresa;
- Saúde financeira e fluxos de caixa positivos da empresa;
- Possibilidade de se tornar público no futuro;
- Tamanho da empresa.

O histórico operacional, modelos de negócio e gestão também devem ser considerados. A questão-chave é como podemos integrar fatores de liquidez nas avaliações. Para as avaliações FCD (Fluxo de Caixa Descontado) existem duas abordagens-chave:

- Estimar o valor ajustado ao risco, utilizando a abordagem convencional, trazendo ao valor presente através de um desconto de iliquidez. Esse desconto pode ser estimado analisando a forma de como os mercados precificam os ativos ilíquidos;
- Ajustes diretos nos cálculos do custo de capital, por exemplo, uma abordagem de build-up ou acumulação de fatores adicionais de risco na apuração de custo de capital próprio (confira item 5.5).

Em todos os casos, baixa liquidez deve afetar o preço dos ativos. No entanto, as necessidades de liquidez, tanto do vendedor como do comprador, também devem ser consideradas na análise de valuation e nas decisões de investimento. O conceito de iliquidez é, portanto, uma consideração essencial para os advisors - e proprietários de empresas - que valorizam ativos que não têm cotações de mercado prontas a serem utilizadas. Para finalizar, segundo o IRS (Receita Federal Norte-Americana), “ao considerar o desconto por falta de comercialidade, ser-lhe-á apresentada uma abordagem e preocupar-se-á em julgar a sua razoabilidade, a sua fiabilidade, a sua adesão aos fatos e circunstâncias prevalecentes do problema de avaliação em questão, a sua aceitação geral dentro da comunidade de avaliação e o tratamento que a abordagem recebeu nas mãos dos tribunais”.

A falta de liquidez nas transações de fusões & aquisições envolvendo participação societária em empresas brasileiras pode ter impacto fundamental na definição do preço de compra.

4.

VALUATION COMO FERRAMENTA DE GESTÃO E PLANEJAMENTO ESTRATÉGICO

Quando um empresário pensa em realizar um trabalho de valuation, normalmente ele só tem em mente um único objetivo: saber quanto sua empresa vale. Como passamos nos capítulos anteriores, existem várias metodologias e outros objetivos nesse trabalho. Um deles, no entanto, é muitas vezes esquecido, e é dele que iremos falar nesse capítulo, que é tratar o valuation como uma ferramenta de gestão da empresa.

Como vimos, o valor de uma empresa é determinado por seus fluxos de caixa futuros descontados. Esse valor é apenas criado quando as empresas investem com retornos que excedem o seu custo de capital. Ou seja, para fazer um valuation precisamos entender quais são os principais indicadores de valor ou value drivers de uma empresa e como eles afetam seu retorno e conseqüentemente seu valor. Uma vez sabendo isso, não é possível usar esse conhecimento para acompanhar esses principais indicadores ou melhor ainda, entender como melhorá-los? É disso que se trata usar o valuation como uma ferramenta de gestão baseada em valor.

Por onde começar esse caminho?

Peter Drucker, considerado por muitos o pai da administração moderna, cunhou a famosa frase: “O que pode ser medido, pode ser melhorado”. O contrário também é verdadeiro. Assim, se não podemos medir nossos indicadores, sejam eles operacionais ou financeiros, não poderemos melhorá-los. Entendemos, portanto, que o primeiro passo é termos as informações financeiras e operacionais da empresa organizadas de forma que seja possível analisá-las.

De forma simples:

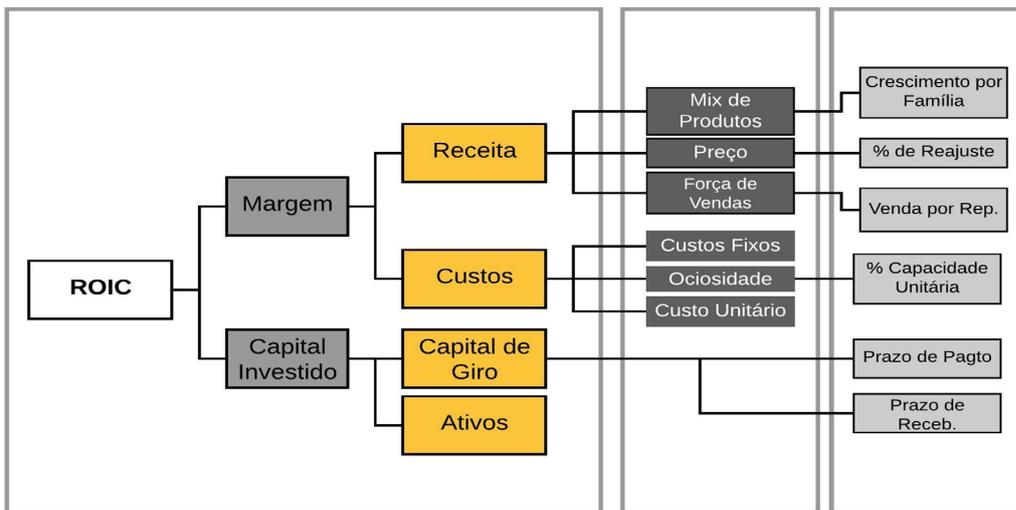
- Ter as demonstrações financeiras contábeis (Balanço Patrimonial/DRE/Fluxo de Caixa) de forma organizada e que reflitam, de fato, a operação da empresa. Informalidades, separações em vários CNPJ, mistura de despesas pessoais dos sócios com as da empresa, falta de padronização na contabilização, contas contábeis desorganizadas, além de outros pontos, levam a uma dificuldade de análise e, por consequência, de acompanhamento. Além disso, e até mais grave, a depender da forma com a empresa está adotando alguns procedimentos contábeis e tributários, isso poderá refletir em riscos e contingências que estão sendo gerados, impactando, dessa forma, diretamente o valor da empresa.
- Indicadores operacionais: consigo extrair do meu ERP os principais índices para acompanhamento do meu negócio? Ele “conversa” com os números contábeis? Consegui explicar minha

evolução financeira a partir deles?

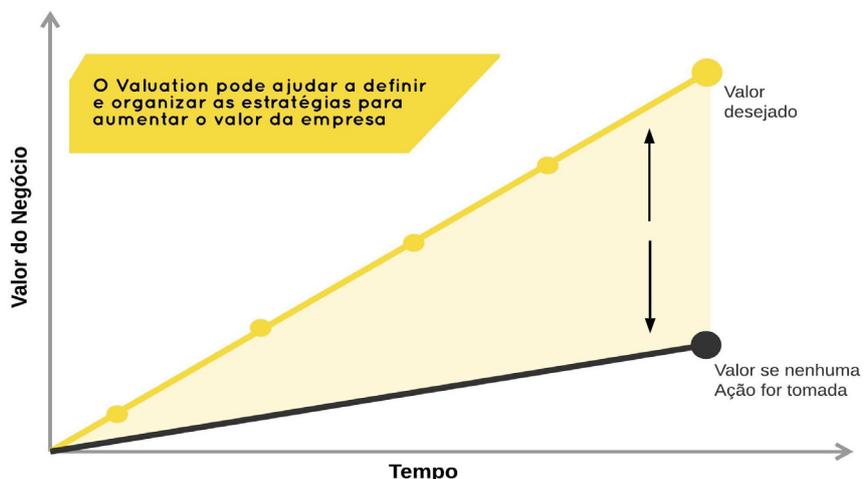
Esses são só alguns pontos para que você pense nessa primeira etapa, que é ter a base para a identificação dos value drivers e que você possa medi-los e acompanhá-los.

Como falamos, o valuation, simplificado, nada mais é que o retorno sobre o capital investido comparado ao custo de capital da empresa. O primeiro passo, portanto, para entender seus value drivers é compreender como se chega no retorno sobre o capital investido (ou ROIC em inglês).

Abaixo um exemplo dessa abertura de indicadores:



Observa-se que é possível abrir a árvore acima em vários níveis e para diferentes setores. Gerentes de marketing, por exemplo, podem ter indicadores que são feitos sob medida para suas circunstâncias particulares, mas orientadas pela estratégia geral e que impactarão o valor da empresa. Da mesma forma, um gerente de produção pode trabalhar com metas de custo por unidade, qualidade e tempo de resposta. O fato é que, uma vez os indicadores sendo compreendidos numa ótica de geração de valor, você saberá quais acompanhar e como eles se relacionam com a criação de valor da empresa.



Esse acompanhamento de indicadores, por exemplo, poderá mostrar que certa linha de produto não está contribuindo para o sucesso financeiro da companhia. Isso pode ser uma surpresa para os sócios, que nunca investigaram a fundo a margem de contribuição de cada linha de produto como uma perspectiva de criação de valor. Com base nesses resultados, a companhia poderá definir metas para eliminar ou vender a linha de produto e concentrar suas energias em áreas do negócio que possuem mais impacto no lucro e no valor do negócio.

Ter esse tipo de conhecimento permitirá que o empresário saiba exatamente aonde ele precisa chegar para obter o valor que ele tem em mente ou precisa se ele pensa numa venda futura da empresa.

Ao realizar um valuation, os sócios também se forçam a fazer perguntas sobre seu negócio que de outra maneira não seriam feitas. Quem seriam os potenciais compradores? Quais qualidades que eles valorizam em um negócio? Quais fatores os fariam pagar um prêmio pelo negócio? O que eles veem como vulnerabilidades em seu negócio? Como podem trabalhar para eliminá-las?

Em outras palavras, o processo de valuation irá ajudá-lo a ver sua empresa como um ativo transacionável e como torná-la em um produto top de linha.

5.

ALGUNS FATORES QUE PODEM AUMENTAR O VALOR DE UMA EMPRESA

Além de saber a lógica por trás das diferentes metodologias de avaliação, como vimos até agora, é interessante ter conhecimento em relação alguns fatores dentro do processo de venda de uma empresa que poderá fazer com que o empresário maximize os seus ganhos numa transação.

Consolidação & Timing do mercado

A fase de consolidação é um estágio no ciclo de vida da indústria em que alguns concorrentes se concentram cada vez mais no crescimento não orgânico por meio de fusões e aquisições. As empresas buscarão se consolidar para ganhar uma parcela maior do mercado, reduzir custos e aproveitar as vantagens de sinergias mais amplas. Esses processos fornecem oportunidades significativas para o desenvolvimento corporativo e estratégias de M&A para empresas do middle-market, tanto no lado da compra quanto no lado da venda.

São quatro os estágios diferentes de consolidação em que um setor da economia pode estar: (i) fragmentação, (ii) aquisição, (iii) expansão e (iv) maturidade. A depender de onde sua empresa estiver, maior valor poderá ser extraído em uma transação.

Fragmentação

Nesse momento ainda é difícil identificar quem são os líderes do mercado. Cada um ainda está tentando se estabelecer e ganhar escala. Portanto, nessa etapa é comum as aquisições mirarem ganho de receita, não se preocupando muito com rentabilidade. Aqui a ideia é ganhar market-share.

Aquisição

À medida que o setor vai passando da fase de fragmentação para a fase de aquisição, alguns líderes começam a surgir. É muito comum que essas empresas comecem a atrair capital de fundos de investimento para continuarem suas aquisições. Nesse momento cresce o número de transações e bons prêmios podem ser pagos para as empresas que estiverem preparadas para se aproveitar do cenário.

Nessa fase também tende a mudar o estilo de empresas adquiridas. Enquanto na primeira etapa o ganho de receita era o mais importante, nesta etapa a rentabilidade, aquisição de novas habilidades (pessoas) e diversificação de mix e geografia ganham importância.

Expansão

O número de transações tende a diminuir nesta fase. No entanto, as que acontecem normalmente são de grandes proporções. Pequenas empresas também tendem a não atrair grande interesse. Por esses fatores, e pelo fato de as empresas adquirentes nesta etapa já serem públicas, ou seja, precisam responder aos seus investidores, os prêmios nas aquisições tendem a diminuir.

Maturidade

Quando o setor chega na sua fase madura, as transações são raras. Isso acontece porque os players já estão estabelecidos. Um exemplo é a indústria automotiva. A concorrência entre as grandes montadoras como Ford, Honda, Fiat etc., agora se dá muito mais via crescimento orgânico que baseado em aquisições.

Governança Corporativa

Governança corporativa é o conjunto de regras, práticas e processos pelos quais uma empresa é dirigida e controlada e, como tal, fornece o caminho estratégico para atingir os objetivos da empresa. Ele incorpora planos de ação e métricas de desempenho. A governança corporativa inadequada pode lançar dúvidas sobre a confiabilidade, integridade e transparência de uma empresa, o que pode afetar sua saúde financeira. Para a empresa, governança corporativa significa bons processos jurídicos, contábeis, financeiros e operacionais. Esses fatores qualitativos ajudam a sustentar e validar as projeções financeiras, a gestão eficiente e, posteriormente, a avaliação de uma empresa e o processo mais amplo de criação de valor, bem como potencialmente controlar ou mesmo reduzir os fatores de risco operacional. Tais riscos operacionais podem contemplar as políticas de contratação da empresa e as estratégias fiscais para apuração e recolhimento de impostos. Estudos apontam para uma relação forte e positiva entre a governança corporativa e a avaliação da empresa.

Qualidade da Receita e Crescimento Futuro

A qualidade da receita é uma área importante para proprietários de empresas e investidores. Tudo o mais constante, empresas com alta qualidade de receita e perspectivas de crescimento costumam ser mais valorizadas do que empresas de baixa qualidade de receita. Aprimorar a qualidade da receita deve ser uma prioridade contínua para os proprietários de negócios, assim como processos para captação de novas oportunidades de faturamento, pois contribuem fortemente para o valor da empresa. Em termos gerais, receitas de alta qualidade são aquelas que possuem:

- **Diversidade:** receita que é diversa por linha de produto ou serviço e geografia, sem grande concentração e dependência de grandes contas. Quanto maior a concentração do cliente, maior o risco potencial percebido.
- **Previsibilidade:** as linhas de receita que possuem grande visibilidade e continuidade (ou seja, a

expectativa de que as receitas atuais ainda farão parte das receitas futuras). Os contratos de longo prazo com o cliente fornecem previsibilidade de receita futura.

- Rentabilidade: receita com boas margens, juntamente com perspectiva positiva para manter ou aumentar preços e produzir margens fortes de forma sustentável, podem ajudar a ampliar a qualidade da receita.

Processo competitivo

É muito comum empresários que atuam em determinados mercados serem assediados por empresas interessadas em realizar uma aquisição e seguem o processo de negociação somente com um interessado.

Ainda que seja bom existir empresas interessadas no seu negócio, seguir o processo somente um interessado (neste caso, a empresa que lhe abordou) reduz sensivelmente as chances de ter sucesso na negociação ou de extrair o maior valor, vide as razões abaixo:

- Nem sempre a empresa que está lhe procurando será aquela que irá melhor avaliar seu negócio. Em outras palavras, pode haver potenciais compradores mais estratégicos, que trariam mais sinergias ao negócio e, conseqüentemente, poderiam fazer uma proposta mais vantajosa.
- Em negociações com somente um interessado a parte vendedora tem pouco poder de barganha. Sendo assim, haverá pouco espaço para pressionar o potencial comprador a cumprir prazos, tomar decisões mais rápidas, aumentar o valor de sua proposta etc.
- Recebendo somente uma proposta, os vendedores não poderão comparar valores, condições e outros termos. Como saber se estão realmente conseguindo fazer o melhor negócio possível sem ter uma base comparativa?

Pelas razões expostas acima é que os vendedores, preferencialmente, devem conduzir um processo competitivo pela empresa. Isso não significa, no entanto, abrir informações sensíveis ou estratégicas para todo o mercado sem qualquer critério. É preciso que esse processo seja organizado para preservar a confidencialidade das informações da empresa e para identificar os potenciais compradores com potencial efetivo de avaliar da melhor maneira o seu negócio e concluir a transação pretendida.

6.

MELHORES PRÁTICAS INTERNACIONAIS EM VALUATION

A utilização e importância do valuation e da mensuração do valor justo cresceu no atual ambiente de financial reporting e com o valuation ganhando reconhecimento como uma profissão e componente chave da contabilidade, finanças corporativas e bancos de investimento no mundo inteiro. A educação financeira sobre avaliação e a troca de conhecimentos é fundamental para fornecer uma análise sólida e válida. Além disso, a convergência dos padrões de avaliação é importante, uma vez que a globalização econômica impulsiona a necessidade de alinhamento nas expectativas e abordagens, especialmente em termos de investimentos internacionais e fusões e aquisições cross-border. Os valuations, neste contexto, incluem a avaliação de empresas e interesses corporativos, ativos intangíveis, bens de capital, bens imobiliários e instrumentos financeiros.

Dada a relevância da mensuração do valor justo e em particular o seu impacto significativo nas demonstrações financeiras, fusões e aquisições e atividades de private equity nos exercícios de avaliação, frequentemente é possível se deparar com questões e desafios referentes ao processo. Sendo assim, é essencial para os profissionais assegurarem a implementação de processos consistentes e boas práticas.

Muitas organizações de profissionais nacionais e internacionais de valuation fornecem aos seus membros orientações sobre normas e metodologias de avaliação, tais como a American Society of Appraisers (ASA), International Private Equity and Venture Capital Valuation (IPEV) e a National Association of Certified Valuators (NACV).

Discussões entre avaliadores do Reino Unido e dos EUA no final dos anos 70 levaram à fundação do International Assets Valuation Standards Committee (IAVSC), em 1981. O comitê mudou o seu nome em 1994 para International Valuation Standards Committee (IVSC). O comitê foi fundado com membros de vinte organizações diferentes e expandiu-se ao ponto de, em 2007, incluir organizações membros de mais de cinquenta países.

O IVSC é referência mundial no que tange a parâmetros de avaliação. A principal tarefa do IVSC é desenvolver e manter normas que tratam de financial reportings e de avaliação de empresas, bem como fornecer um modelo de orientação sobre as melhores práticas de avaliação das diferentes classes e tipos de ativos e passivos. Desde 1985, as Normas Internacionais de Avaliação (IVS) têm sido publicadas pelo IVSC e ajudam a sustentar a consistência, transparência e confiança em valuations que são fundamentais para o planejamento estratégico, decisões de investimento e relatórios financeiros.

Essas diretrizes internacionais não são legalmente obrigatórias, embora que, por convenção, constituam uma fonte autorizada de boas práticas do mercado. Dadas as diferenças nas regulamentações locais, as diretrizes do IVS não procuram abordar totalmente as boas práticas uma vez que se relacionam com processos, controles, procedimentos, aspectos de governança, qualificações do avaliador, requisitos de informação e normas contábeis nacionais. No entanto, sempre que apropriado as Diretrizes de Avalia-

ção fornecem parâmetros referentes às melhores práticas do processo de avaliação e, como tal, estas diretrizes articulam princípios que promovem:

- Consistência da metodologia de avaliação em cada data de mensuração para ativos e investimentos semelhantes;
- Adequação dos juízos de avaliação coerentes com os pressupostos dos integrantes do mercado;
- Calibragem das premissas de avaliação; e
- Rigor e prudência na abordagem e revisão da avaliação.

Para além da aplicação de diretrizes internacionais de avaliação, um processo de valuation sólido incorporará as melhores práticas da indústria no que diz respeito ao processo de avaliação e documentação, incluindo uma política robusta em formato escrito, documentação dos procedimentos, pressupostos, metodologias e a seleção de métodos a serem utilizados para determinar o valor justo, estimativas de razoabilidade e um escopo de trabalho completo para identificar o contexto, padrões de valor e produção de resultados de atribuição fidedignos.

Além disso, um avaliador deve, quando necessário, para obter resultados confiáveis, analisar o efeito no valor, se aplicável, da natureza e desempenho histórico da indústria, empresa ou ativo, efeitos do atual ambiente econômico/operacional e perspectivas futuras da empresa. É essencial que o avaliador compreenda a natureza, extensão e resultados dos procedimentos de avaliação realizados. O foco principal é o processo de compromisso de avaliação de ponta a ponta, em vez de simplesmente o relatório final de avaliação.

Além disso, sob a ótica profissional, há também muitas considerações éticas na conclusão dos projetos de valuation, incluindo integridade, objetividade, competência profissional, cuidado devido, cepticismo, independência e planejamento, bem como o acesso e utilização de dados relevantes e suficientes.

A IVS trabalha com cinco normas gerais que estabelecem os requisitos para a realização de todos os trabalhos de avaliação, incluindo o estabelecimento dos termos de um compromisso de avaliação, bases de valor, abordagens, métodos de avaliação e elaboração de relatórios. Em resumo, as normas gerais são:

- IVS 101 - Escopo do trabalho
- IVS 102 - Conformidade e Compliance
- IVS 103 - Reporting (Relatórios Financeiros)
- IVS 104 - Bases de Valor
- IVS 105 - Abordagens e Método de Avaliação

BIBLIOGRAFIA

- ARZAC, Enrique R. 2007. *Valuation: mergers, buyouts and restructuring*. New York: John Wiley & Sons.
- BURLINGHAM, Bo, *Finish Big: How Great Entrepreneurs Exit Their Companies on Top*. Portfolio/Penguin. New York, 2014.
- CBV, International Valuation Standards: What They Are and What CBVs Should Know, CBV Institute, 2019, Acessível em: <https://cbvinstitute.com/wp-content/uploads/2020/01/ivs-doc-left-image-final-English-Online.pdf>
- DAMODARAN, Aswath. 2007. *Valuation approaches and metrics: a survey of the theory and evidence*. now publishers Inc
- EVANS, Frank C.; Bishop, David M. 2001. *Valuation for M and A: building value in private companies*. New York: John Wiley & Sons
- FERNANDEZ, Pablo. 2002. *Valuation methods and shareholder value creation*. London: Academic Press.
- GREGORY, Alan. 2001. *Strategic valuation of companies: a practical guide*. Pearson Education.
- IPEV, *Valuation Guidelines*, International Private Equity and Venture Capital (IPEV), December 2018, acessível em: <http://www.privateequityvaluation.com/Portals/0/Documents/Guidelines/IPEV%20Valuation%20Guidelines%20-%20December%202018.pdf?ver=2018-12-21-085233-863×tamp=1545382360113>
- IVSC, *International Valuation Standards*, The International Valuation Standards Council (IVSC), acessível em: <https://www.ivsc.org/standards/international-valuation-standards>
- KOLLER, Timothy, *What is value-based management?*, Book Excerpt, McKinsey Quarterly, August 1, 1994, acessível em: <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/what-is-value-based-management#>
- McKinsey & Company; Koller, Tim; Goedhart, Marc; Wessels, David. 2005. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 4th rev. ed. New York: John Wiley and Sons.
- PEREIRO, Luis E. 2002. *Valuation of companies in emerging markets: a practical approach*. New York: John Wiley & Sons.
- PRATT, Shannon P. 2007. *Valuing a business*. London: McGraw-Hill Education.
- YOUNG, S. David, O'BYRNE, Stephen F., *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*.



IDEFA | INSTITUTO DE DESENVOLVIMENTO
EMPRESARIAL E FUSÕES & AQUISIÇÕES

© 2021. Proibida a comercialização deste material. É permitida a reprodução parcial ou total deste material, desde que citada a fonte. Instituto de Desenvolvimento Empresarial e Fusões e Aquisições - IDEFA. O IDEFA é uma associação civil sem fins lucrativos que visa contribuir para o desenvolvimento das atividades de fusões e aquisições das empresas de médio porte.