



Quanto Vale o Seu Negócio?

Recentemente, um parente que mora na cidade de Boston nos Estados Unidos teve uma grande idéia. Ele e um amigo próximo, ambos doutores em medicina, descobriram uma maneira de construir um certo aparelho de uso hospitalar com custo, precisão e facilidade de uso significativamente superiores aos dos produtos similares no mercado. Entraram em contato com um escritório de advocacia, que os conduziu no processo de patenteamento da invenção e na estruturação de toda a documentação necessária ao início do negócio. Sendo a idéia muito boa, os advogados decidiram fazer um investimento do valor de seu aconselhamento e de suas horas trabalhadas, trocando os honorários por um percentual de 5% da empresa, após sua segunda capitalização. A primeira capitalização seria feita por um angel, e a segunda por um fundo de venture capital.

Surge então a pergunta crucial: qual o valor deste novo empreendimento? O preço que um investidor está disposto a pagar por uma empresa depende de um amplo conjunto de premissas e análises, que variam à medida que a empresa avança e amadurece seu negócio. De maneira simplificada, o valor da empresa é, em última análise, o que o investidor está disposto a pagar. Isto pode ser significativamente diferente da expectativa que a própria empresa possui sobre seu valor, o que costuma causar intensas discussões e muitas vezes chega a inviabilizar o sucesso de processos de captação de investimento.

Há três questões principais que devem ser consideradas antes de o empreendedor definir o valor de sua empresa. Em primeiro lugar, deve reconhecer que o valor da empresa é normalmente a soma de várias partes, avaliadas pelo investidor através de diversas perspectivas. O investidor pode atribuir valores diferentes a cada parte, e calcular seu valor de maneiras variadas. Dependendo do caso, pode inclusive não atribuir valor algum a determinada parte da empresa. O empreendedor tem a



tendência de supervalorizar o negócio, e o investidor, de ajustá-lo à realidade conforme sua percepção. Este processo é sempre subjetivo!

Em segundo lugar, o empreendedor deve considerar cuidadosamente o efeito das possíveis necessidades de financiamento. O financiamento do crescimento da empresa é tipicamente realizado em etapas, que devem ser adequadamente planejadas e geridas. Ignorar ou subestimar as necessidades futuras de capital pela empresa pode ser um erro fatal. Uma empresa que encontra-se sobreavaliada com base num planejamento inadequado de sua necessidade de financiamento, e que não desempenha conforme as expectativas dos investidores, portanto requerendo uma rodada não prevista de financiamento, levantará a suspeita de investidores futuros, e tenderá a ser penalizada. Este fato é muito importante: a avaliação da empresa em um determinado momento deve ser vista como um passo intermediário para situações futuras de captação de recursos. Uma avaliação mais realista hoje pode abrir as portas e conferir credibilidade para avaliações maiores no futuro.

Finalmente, o empreendedor deve avaliar que o valor atual de suas quotas representa um certo valor futuro a elas atribuído, descontado a valor presente a uma taxa de remuneração do capital compatível com as expectativas do investidor. Porém, este valor futuro depende da avaliação do mercado, ou de investidores, quanto ao potencial de realização do plano de negócios futuro da empresa. Esta avaliação passa, necessariamente, pela análise do futuro de negócios comparáveis ao seu. Podemos considerar o exemplo do Eagle Food Centers. Eagle Food é um operador de 61 supermercados na região de Iowa, Estados Unidos. Ao acessar a comunidade financeira visando levantar capital para uma expansão do negócio, defrontou-se com grande ceticismo por parte dos investidores. Apesar dos números do business plan de expansão do Eagle Food indicarem um bom retorno para o capital



investido, os investidores consideraram que os gigantes Wal-Mart e Target não permitiriam a expansão do negócio do Eagle Foods conforme esperado pelos seus empreendedores. Com isso, o valor atribuído à oportunidade pelos empreendedores e pelos investidores potenciais foi incompatível, devido a uma divergência na avaliação do potencial futuro do negócio.

Os fatores qualitativos e quantitativos que influenciam a determinação de um valor para a empresa (valor "pre-money", ou seja, antes do fechamento da rodada de financiamento) são função não somente das condições intrínsecas do negócio quanto principalmente das expectativas dos investidores quanto ao retorno do capital investido. Dois investidores com requisitos distintos podem oferecer duas avaliações diferentes para uma mesma empresa. Os custos do fundo de investimento podem ser muito significativos e influenciam na consideração da oportunidade. Vamos imaginar um investimento de R\$ 1 milhão, que deve ser vendido por R\$ 2 milhões após um ano. Os custos rateados do fundo são de R\$ 200 mil ao ano para este investimento. Portanto, o retorno líquido deste investimento é de 1,8 vezes o capital investido, ou seja, um ganho de 80% em um ano. Caso o investimento leve o dobro do tempo para ser vendido pelos mesmos 2 milhões, o retorno líquido passa a ser 1,6 vezes em dois anos, o que equivale a menos de 30% ao ano. Devido aos seus altos custos internos, os fundos de investimento tipicamente buscam taxas internas de retorno acima dos 50% para os empreendimentos que estão considerando. E quanto maiores as incertezas sobre o potencial de sucesso do empreendimento, maior a taxa de retorno exigida pelo investidor.

Há uma grande variedade de maneiras de se fazer uma avaliação de uma empresa. A tarefa mais importante para o investidor é prever o valor da empresa no momento da geração da liquidez, seja em caso de venda, seja em caso de abertura de capital em bolsa (IPO), e então descontar este valor usando uma taxa de retorno que remunere o custo de oportunidade de



seu capital e o risco assumido no investimento. Além do fluxo de caixa descontado, a maneira mais freqüente de avaliação é o uso de múltiplos sobre a receita ou sobre a margem EBITDA. Além de considerar os múltiplos, o investidor pode avaliar outras transações de venda similares, que, quando existentes e disponíveis, dão uma forte indicação do potencial futuro de venda do negócio. Na inexistência ou na indisponibilidade de informação sobre múltiplos, a avaliação da empresa tende a concentrar-se em uma discussão mais detalhada do fluxo de caixa descontado, das necessidades de financiamento e do potencial real de geração de receita do empreendimento.

Uma outra consideração normalmente feita é a estimativa do que será realmente necessário para levar a empresa ao ponto de geração sustentada de caixa. Neste caso, as considerações se voltam para o grau de financiamento necessário para a empresa atingir este estágio, e a solidez das premissas sobre as quais as projeções de caixa estão baseadas. O investidor tem que estar confortável de que a estratégia traçada pelos empreendedores é consistente e viável, e que contempla de forma suficiente os riscos inerentes ao negócio. Daí a importância para o empreendedor de ter uma noção muito clara e realista sobre o potencial de seu plano de negócios ou sobre o valor atual de seu negócio. O investidor profissional normalmente faz considerações sobre o investimento que surpreendem os empreendedores, o que pode gerar debates desgastantes que chegam a desafiar a paciência das partes – e não resultam em nada além de perda de tempo para os envolvidos.

Marcio Prado - sócio-diretor da DealMaker