



### **Valuation de Empresas Pequenas e Médias – A Importância do Valor Patrimonial**

Por Marcio Prado (\*)

A determinação do *valuation* – ou o valor econômico de uma empresa – é uma mistura de ciência e arte. As transações de compra e venda envolvendo pequenas e médias empresas possuem um comportamento bastante distinto das transações com grandes empresas, pois muitas vezes o histórico de receitas e lucros apresenta variações significativas que dificultam ou mesmo inviabilizam certos métodos de avaliação.

A determinação do valor econômico de uma empresa pode ser feita genericamente por três famílias de metodologias: a do Fluxo de Caixa Descontado (DCF – Discounted Cash Flow), a do Valor Patrimonial e a Avaliação Relativa ou por Múltiplos. Outras metodologias relevantes são o cálculo do Valor Econômico Adicionado (EVA – Economic Value Added), o cálculo do Valor de Liquidação e o cálculo do Valor de Reposição. A metodologia EVA pode ser vista como uma derivação do cálculo do Fluxo de Caixa Descontado, e os cálculos do Valor de Liquidação e de Reposição como derivações do cálculo do Valor Patrimonial.

A metodologia utilizada com maior frequência é a do Fluxo de Caixa Descontado, seguida pela Avaliação com uso de Múltiplos, que muitas vezes é usada como complemento da primeira. Porém, ao tratarmos de transações com empresas pequenas e médias, a volatilidade inerente a esses negócios faz com que os cálculos com base no Valor Patrimonial ganhem grande importância, pois representam uma referência mais tangível para o cálculo de valor da empresa, principalmente quando os fluxos futuros de receita e lucros apresentam um elevado grau de incerteza.

Os métodos patrimoniais de avaliação tipicamente são utilizados quando o comprador percebe valor mais significativo nos ativos



do que no potencial de geração de lucros através desses ativos. Dentro dos métodos patrimoniais de avaliação há três cálculos importantes que podem ser realizados: o Valor do Patrimônio Líquido Contábil, o Valor de Reposição e o Valor de Liquidação.

O patrimônio líquido contábil é um valor fácil de ser apurado e corresponde à diferença entre os ativos e os passivos da empresa. Ao abrirmos uma empresa esse valor é bastante preciso e equivale ao valor econômico da empresa, porém ao longo do tempo o valor do patrimônio líquido contábil e o valor econômico vão se distanciando, pois fatores como obsolescência, envelhecimento dos ativos e inflação passam a distorcer os valores constantes dos livros. Portanto, em muitos casos o Valor do Patrimônio Líquido é somente referencial, não possuindo vínculo direto com a realidade operacional do negócio, o que o torna, portanto, em muitas situações, um parâmetro de baixa relevância na avaliação do valor econômico de uma empresa.

Em diversas negociações, é comum apurar-se o Valor do Patrimônio Líquido Ajustado, considerando reavaliações e contingências, portanto gerando o chamado Valor de Reposição. O que significa o Valor de Reposição? Ele representa os recursos financeiros necessários para construir uma empresa idêntica à que está sendo avaliada, excetuando-se o valor dos ativos intangíveis, como a reputação da empresa, a qualidade do seu corpo gerencial, sua marca e sua carteira de clientes. Em transações de fusão de empresas, com ativos intangíveis de valor comparável e negócios com características e níveis de rentabilidade similares, a determinação do Valor de Reposição é extremamente útil para calcular rapidamente o quanto cada parte está contribuindo ao novo negócio.

Finalmente, o valor de liquidação é aquele que representa o valor da empresa caso esta necessite ser fechada. Esse é o valor mínimo que pode ser obtido por uma empresa, através da venda dos ativos tangíveis e do pagamento das obrigações com



os credores, e é normalmente considerado o valor de piso em qualquer negociação. Essa metodologia de cálculo de valor é indicada para casos nos quais o comprador está interessado somente nos ativos da empresa, desprezando a capacidade de geração de lucros futuros que os ativos ainda venham a possuir. É o caso típico dos processos de falência.

Além do cálculo do Valor Patrimonial, freqüentemente discute-se o valor do *goodwill*, ou um valor intangível que represente a capacidade da empresa de gerar lucros futuros com base nos ativos existentes. Tecnicamente, o *goodwill* é a diferença entre o valor pago em uma transação de compra e venda de uma empresa e seu valor contábil. O cálculo do *goodwill* é sempre estimado. Seu valor depende de fatores como o apetite do comprador, a definição do valor de um prêmio pelo controle da empresa, entre outros. O *goodwill* é uma representação econômica dos ativos intangíveis da empresa, tais como seu patrimônio intelectual, suas marcas, seus recursos humanos e suas relações externas potencialmente geradoras de valor.

A metodologia DCF tenta amarrar o cálculo do *goodwill* a uma estimativa bem embasada de potencial de contribuição de lucros do negócio. Porém, em pequenas e médias empresas, muitas vezes não há um sólido histórico de fluxo de caixa que permita uma projeção de fluxos futuros com baixo nível de incerteza. O uso do DCF nessas situações equivale a construir um castelo de cartas: se as bases não são firmes, a construção cai facilmente, perante os argumentos mais triviais. Nessas situações, a identificação do *goodwill* tende a ser um balanço entre o apetite do comprador e sua percepção de *payback* do investimento. O *payback* é um cálculo simples que o comprador faz e que indica em quantos anos seu investimento deverá retornar. *Paybacks* entre 3 e 5 anos são comuns na aquisição de pequenas e médias empresas. *Paybacks* acima de 5 anos tendem a gerar desinteresse e relutância por parte do comprador.



## ARTIGOS

---

Na prática, nem todas as pequenas e mesmo médias empresas possuem o mesmo rigor na apuração e gestão de seus balanços patrimoniais. Em vários casos, o balanço é construído informalmente, no momento da negociação, considerando a informação disponível, a experiência e a boa fé das partes. Todas as metodologias de avaliação servem a um propósito principal: propor um valor econômico para o negócio que possa ser racionalmente defendido, permitindo com isso uma base consistente para a negociação. Sem essa base, muitas operações de compra e venda tornam-se inviáveis, uma vez que inexiste uma perspectiva clara dos parâmetros de avaliação de cada uma das partes.

(\*) Marcio Prado é sócio-diretor da DealMaker