



Empreendedor x Investidor: Rompendo as Barreiras da Incompreensão – Parte 2

Por Daniel Carneiro da Cunha (*)

Na edição anterior da DealMaker News, a primeira parte deste artigo abordou as diferenças de percepção entre empreendedores e investidores financeiros do que representa valor em um negócio. Um correto entendimento dessa dicotomia e a capacidade de gerenciá-la de forma adequada são elementos fundamentais à sustentação de um relacionamento saudável e com forte potencial de sucesso entre as partes, seja no momento de captação/investimento, seja após concretizada esta etapa e iniciada a relação de sociedade.

A segunda questão fundamental que merece consideração mais aprofundada por parte de empreendedores considerando oportunidades de captação de recursos no mercado de capitais, são os mecanismos de avaliação empregados pelo investidor financeiro para avaliar suas oportunidades de investimento.

Uma vez que o investidor considera, essencialmente, o potencial que o negócio oferece para a realização de valor no horizonte de tempo definido, a questão mais importante de sua análise é determinar a viabilidade e o potencial de rentabilidade no momento da saída do negócio. Ao trazer uma oportunidade de investimento para um "angel investor" ou um "venture capitalist", o empreendedor deve antecipar essa análise e, de forma honesta e objetiva, indicar ao investidor quais são suas perspectivas neste sentido. Este talvez seja o mais importante elemento na 'venda' da oportunidade e tende também a ser o mais ignorado pelo empreendedor. Existem quatro possíveis caminhos de saída para um investidor:

- Venda a um investidor financeiro (fundos de "equity", que, como foi descrito anteriormente, buscam oportunidades de investimento em negócios mais maduros);



- Venda a um comprador 'estratégico' (também chamada de 'trade sale'), tipicamente uma empresa concorrente, cliente ou integrante da cadeia de negócio em que o empreendimento se insere;
- Venda ao time gestor e/ou ao grupo fundador, também chamado de "management buyout";
- Oferta pública de ações, também conhecida com IPO.

Para mais detalhes sobre o tema de estratégias de saída, vale a pena ler o artigo de autoria de Marcio Prado, sócio da DealMaker, publicado na edição de Setembro de 2004 da DM News, e disponível em nosso website. Por ora, basta entender que, para o investidor, a atratividade de uma oportunidade de investimento depende do grau de viabilidade que ele percebe para realizar um desses caminhos de saída.

Uma vez convencido que há potencial de realizar um desses caminhos, o investidor irá analisar o potencial efetivo de retorno que a oportunidade apresenta. Em geral, nesta etapa inicial de um negócio, a previsibilidade de sua evolução financeira é muito limitada. Por mais cuidado que se tenha na construção de projeções financeiras, a confiabilidade das premissas de receita, custos, investimentos e, conseqüentemente, lucratividade são questionáveis, até mesmo pela experiência empírica. Isso não significa que o esforço de construir boas projeções financeiras seja dispensável – muito pelo contrário, elas são fundamentais para nortear o processo de negociação. Contudo, a forma como as projeções são avaliadas neste estágio de maturidade de um negócio é distinta daquelas utilizadas em negócios maduros.

A mais conhecida e difundida metodologia para cálculo do valor de um negócio é a análise de fluxo de caixa descontado. Contudo, para empreendimentos em fase de desenvolvimento inicial, essa análise não é suficiente. Pelo grau de incerteza no momento do investimento, o investidor tende a priorizar



métricas que ele sabe que os possíveis compradores futuros utilizarão como referência do valor da empresa. Um dos mais frequentemente usados para calibrar avaliações de valor de um negócio, em conjunto com o fluxo de caixa descontado, são os múltiplos de receita. O múltiplo de receita reflete a expectativa que se tem, hoje, de quanto um comprador estará disposto a pagar pelo negócio com base em sua receita no momento da venda. A definição de qual é o potencial múltiplo de receita que será atribuído ao negócio é, em geral, feita com base em uma análise comparativa de outras operações semelhantes com empresas do mesmo porte e segmento, e na expectativa de aquecimento do segmento em questão e da economia em geral no momento esperado para a saída do negócio.

A projeção de receita, portanto, torna-se o elemento mais importante na análise do investidor sobre o potencial de retorno do investimento. A previsão de rentabilidade também é analisada, mas sua relevância na tomada de decisão é secundária, e mais representativa do nível de risco de se tornarem necessárias novas rodadas de atração de capital para viabilizar a projeção original de receitas, que demandam a injeção de novos recursos pelo investidor ou a disposição de diluir sua participação.

Essa reflexão é indicativa, portanto, dos principais cuidados que o empreendedor deve ter ao apresentar a oportunidade de investimento. Enquanto a projeção de fluxo de caixa é, ainda assim, indispensável, a preocupação do investidor estará centrada na confiabilidade das premissas de receita. Isto, por sua vez, se traduz na necessidade de um trabalho rigoroso de planificação do negócio, com destaque para as seguintes questões:

- Análise de demanda: determinante no potencial de crescimento de receita;



ARTIGOS

- Análise competitiva: a competição direta e indireta complementa a análise de demanda e indica o quão confiável é a premissa de captura de mercado refletida na projeção econômica;
- Estratégia de mercado: havendo demonstrado compreensão das oportunidades e desafios inerentes ao mercado em questão, resta traduzir isso em uma estratégia viável de entrada no mercado. O plano de negócio será analisado em detalhe no que diz respeito ao produto, à precificação, aos canais, e a consistência das premissas será avaliada com base na solidez da proposta de inserção da empresa no mercado.

Compreender as expectativas do investidor, entender a lógica de sua avaliação da oportunidade, e se antecipar às análises que ele inevitavelmente fará e priorizará são passos que contribuem fundamentalmente para o sucesso de um processo de captação de investimentos. Mais que isso, a conversa 'na mesma língua' nesta etapa assegura um maior alinhamento entre as partes na largada, minimizando (ainda que não evitando de todo) potenciais conflitos futuros, que muitas vezes decorrem de uma concepção equivocada das expectativas de cada sócio.

(*) Daniel Carneiro da Cunha é sócio-diretor da DealMaker