

ANDRADE SILVA
ADVOGADOS



OPERAÇÕES DE M&A (FUSÕES & AQUISIÇÕES) E A IMPORTÂNCIA DO VALUATION

Conselho Regional de Contabilidade
De Minas Gerais

PRISCILA SPADINGER



2019

RECORDE EM FUSÕES E AQUISIÇÕES

Sinais de recuperação econômica +

vitalidade do segmento de tecnologia +

aprovação da Reforma da Previdência +

perspectivas fiscais para o país =

**Mais de mil transações de M&A, pela
primeira vez na história**

1.231 operações, segundo a KPMG

2020

COVID-19

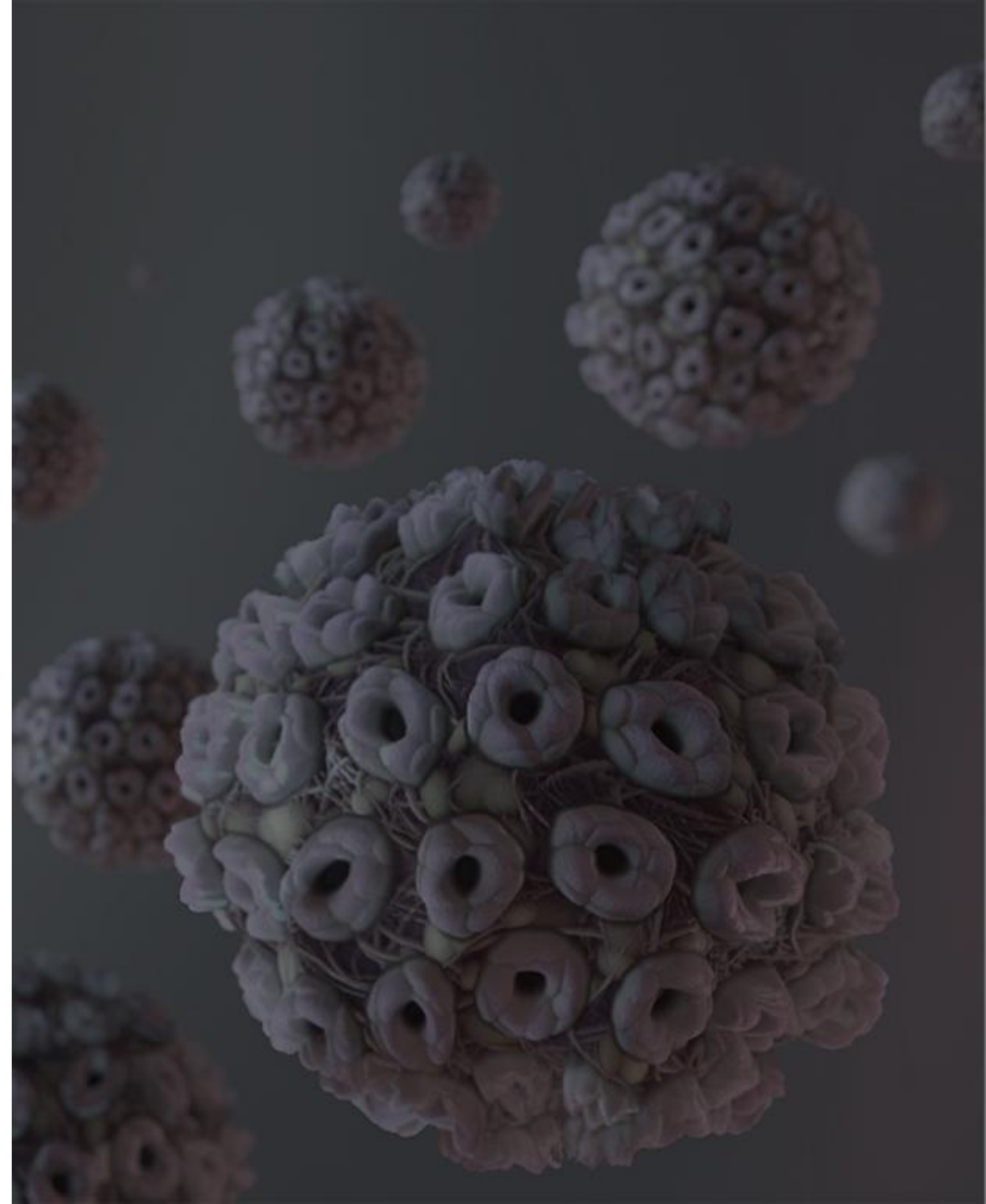
Estávamos saindo do “fundo do poço”

Isolamento social no Brasil a partir de março

Queda de 70% a 100% no faturamento da maioria das empresas, exceto food delivery, games e soluções online

Expectativa por retomada da economia em U (mais lenta) e não em V (mais rápida)

Necessidade de “arrumar a casa” e se preparar para possível estratégia de M&A





Existem 3 tipos de empresas a serem consideradas nessa crise:

- Aquelas com caixa curto – máximo 3 meses
- Empresas com caixa médio – 6 a 12 meses
- Empresas com caixa alto – mais de 12 meses (têm maior poder de barganha em negociações)

Nível de urgência deve ser proporcional à essas 3 situações



SINTOMAS DA CRISE **NAS EMPRESAS**

01

Perda de Capital
de Giro

02

Aumento do Endividamento
Bancário e Mudança do Perfil
de Endividamento de Longo
para Curto Prazo

03

Financiamento
através de tributos

MOMENTO DE CRISE

Por que buscar um
sócio pode ser uma
boa estratégia?

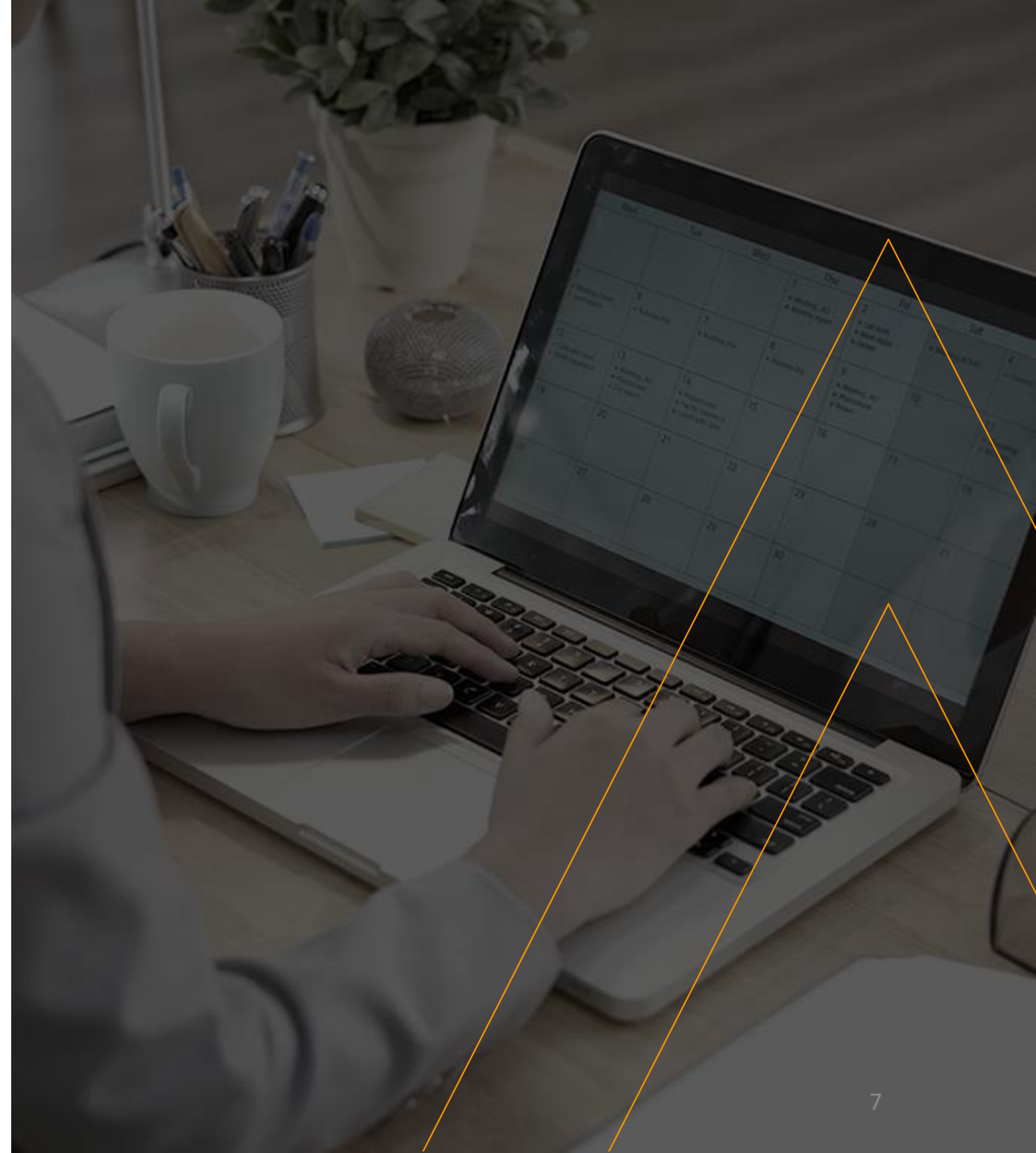


- Empresa **pequena demais** para competir com líderes de mercado
- Interesse em **consolidação de mercado** via fusões e aquisições entre concorrentes e **aumento de competitividade**
- Crescer **somando forças** com alguns fornecedores e/ou concorrentes
- Crescer **ampliando portfolio** de produtos ou atuações em **novas regiões**
- “**Preparação da Noiva**” por um fundo de investimentos em participações (FIP) para **estratégia de venda futura** com melhor *valuation*



Como a Indústria de Funding está vendo o cenário COVID 19

- Seed Capital
- Series A
- Series B
- Rodadas de negócios continuam a acontecer, mas o cálculo de topo de funil para a busca deles será muito maior que antes.



O QUE SE COMPRA de uma empresa?



PRODUTOS



MARCA



MÁQUINAS



FÁBRICAS



PATENTES



DÍVIDAS OU
CRÉDITOS



TECNOLOGIA



OPORTUNIDADE
DE MERCADO



CONTRATOS



CARTEIRAS
DE CLIENTES

IMPORTANTE OBSERVAR

Questões Tributárias, Ambientais, Trabalhistas, Regulatório Das Operações (autarquias: CADE, ANEEL, etc) Due Diligences

Processo de M&A

PRINCIPAIS ETAPAS

Momento de
avaliação da empresa

01 Coleta de
Informações

02 Elaboração
do Book
Institucional

03 Análise da
Concorrência e
do Mercado

04 Laudo de
Avaliação da
empresa

05 Relacionamento
com os players
de mercado

06 Memorando de
Entendimentos

07 Due Diligence

08 Elaboração dos
Instrumentos
Contratuais

09 Planejamento
Tributário e
Impacto Fiscal

10 Fechamento
do negócio

11 Anúncio ao
mercado

Definições

E NOMENCLATURAS




O valor percebido por um ativo colocado à venda por um vendedor é semelhante ao valor percebido pelo comprador?

Fernandes (1999) diz que o valor da empresa se encontra num ponto intermediário entre o valor máximo que o comprador está disposto a pagar e o valor mínimo ao qual o vendedor está disposto a negociá-la

Damodaran (2007, p 1) afirma que os ativos não são comprados por razões estéticas ou emocionais, sendo incompreensível a alegação de que qualquer preço pode ser justificável se houver investidores dispostos a pagá-lo.

Com o objetivo de encontrar o valor que mais se aproxima à disposição de investimento do comprador de ativos, vários modelos foram propostos com base nas teorias de Markowitz (1948) e Penrose (1959), que abordam os conceitos de risco e crescimento das empresas respectivamente, ficando mais evidente a necessidade de se calcular o “valor justo”, a partir dos anos 80, com o desenvolvimento do mercado de capitais e crescimento das fusões e aquisições.



“*Valuation* é uma atividade que se utiliza de técnicas de avaliação que maximizam a utilização de dados observáveis para se calcular o preço de um ativo, passivo, ou grupo de ativos e passivos envolvidos em uma transação, a fim de reduzir o embate da percepção de valor entre as partes envolvidas”

Dilema

É possível encontrar mais de um Valor Justo, para uma Empresa em uma mesma data?

QUANDO UTILIZAR UM VALUATION

VALOR JUSTO

■ CONSTITUIÇÃO DE UMA NOVA SOCIEDADE:

Código Civil -Art. 997, III: “capital da sociedade, expresso em moeda corrente, podendo compreender qualquer espécie de bens, suscetíveis de avaliação pecuniária”

LSA - Art. 7º: “O capital social poderá ser formado com contribuições em dinheiro ou em qualquer espécie de bens suscetíveis de avaliação em dinheiro.”

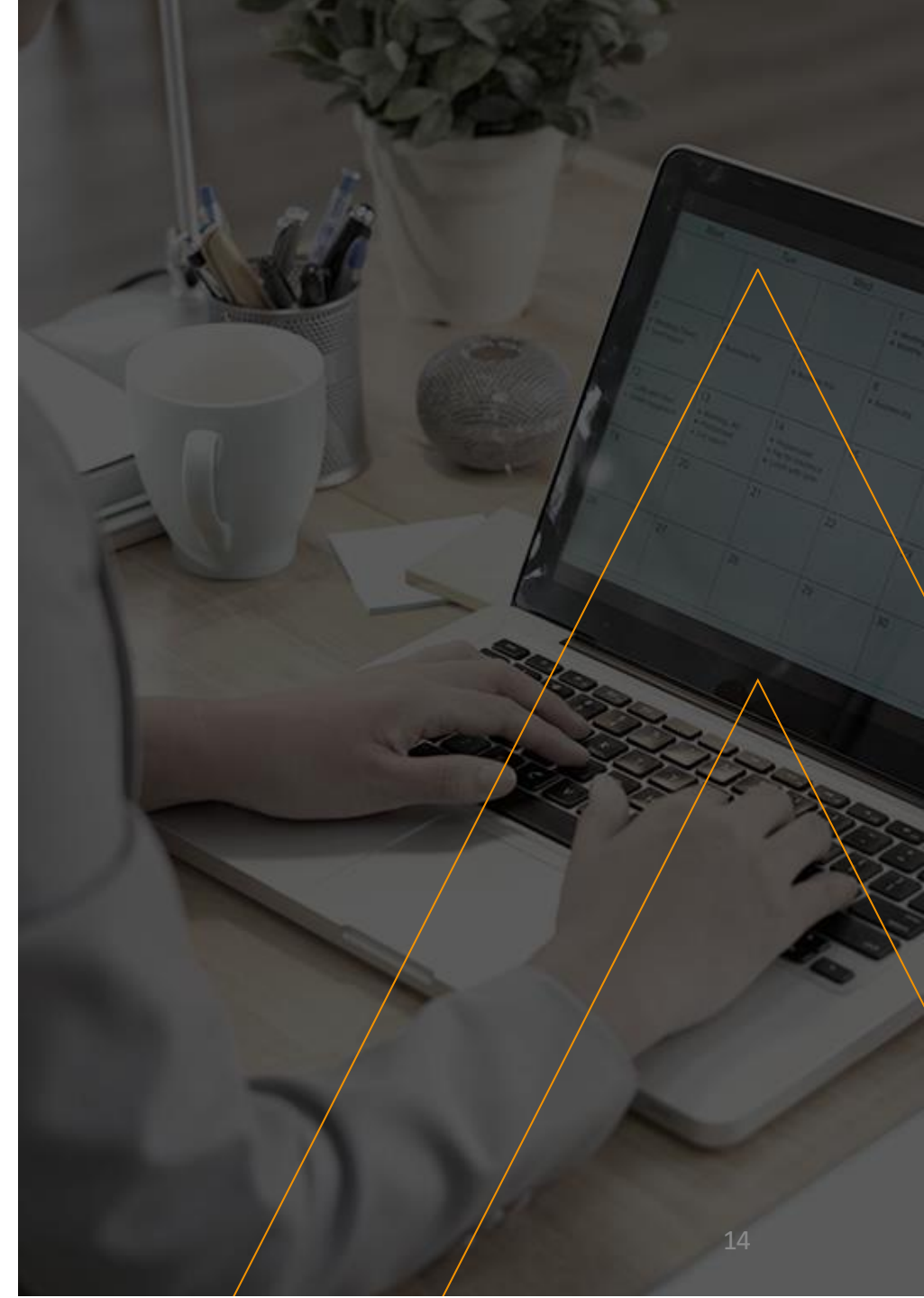


■ RESOLUÇÃO SOCIETÁRIA

Código Civil – Art. 1.031: “Nos casos em que a sociedade se resolver em relação a um sócio, o valor da sua quota, considerada pelo montante efetivamente realizado, liquidar-se-á, salvo disposição contratual em contrário, com base na situação patrimonial da sociedade, à data da resolução, verificada em balanço especialmente levantado.”

Código de Processo Civil – Art. 606: “Em caso de omissão do contrato social, o juiz definirá, como critério de apuração de haveres, 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”

LSA Art. 45, §1º: “O estatuto pode estabelecer normas para a determinação do valor de reembolso, que, entretanto, somente poderá ser inferior ao valor de patrimônio líquido constante do último balanço, se estipulado com base no valor econômico da companhia.”



FASES DO INVESTIMENTO PRIVADO EM EMPRESAS

LOVE MONEY

Dinheiro investido por amigos e familiares no estágio inicial – **até R\$50 mil.**



ANGEL CAPITAL

Aporte financeiro de pessoas físicas para viabilizar o lançamento do negócio – **R\$50 a R\$500 mil.**



VENTURE CAPITAL

Aporte feito por fundos de investimento para alavancar o negócio, possibilitar aquisições e contratações em escala – **R\$5 a R\$30 milhões.**



PRIVATE EQUITY

Investimento de grandes fundos para consolidar o negócio e expandi-lo em grande escala – a partir de **R\$30 milhões.**



IPO

Abertura de capital. Lançamento da empresa na Bolsa de Valores – a partir de **R\$100 milhões.**



Qual é o objetivo da avaliação econômica financeira?

"O ESSENCIAL É INVISÍVEL AOS OLHOS"

Saint-Exupéry (2004, p. 72)



**A resposta revela o viés
do avaliador...**

**“Uma empresa é uma coleção
de projetos”**

Brealey & Myers

...E DAS SINERGIAS POSITIVAS E
NEGATIVAS ENTRE SEUS PROJETOS.



- Avaliar uma empresa é **contar uma boa história** e isso requer tempo e sensibilidade
- Avaliar uma empresa é um **processo investigatório**
- **Fontes de informação:** primárias (disponíveis pela empresa) & secundárias (disponíveis fora da empresa – importantíssimas!)
- Escolha do **método & qualidade das premissas** - espírito crítico



“Nem tudo que quantificamos importa, e nem tudo que importa pode ser quantificado”

Albert Einstein, *What Management Is*, J. Magretta, p. 119

“Entre verdades consolidadas, há heresias (...). O valor das coisas é definido pelo mercado. Até uma criança pode encontrar a cotação de uma ação. Mas, não se questiona se estes preços fazem sentido ou não; o mercado sabe muito mais do que nós jamais poderemos saber.”

Peter Thiel, *Zero to One*, p. 97

Desafio

Vendedor ou comprador,
como estimar o valor do alvo?



Avaliar uma empresa é...
montar um quebra-cabeça com peças faltando.

O QUE observar?



- Crescimento receitas x rentabilidade (margens) x investimento x estratégia
- Passado x presente x futuro: relação de causa e efeito?
- Como avaliar uma empresa sem passado ou uma quebrada?
- Valor de uma empresa e as múltiplas faces da moeda:
 - (1) estratégia & gestão operacional
 - (2) estratégia & gestão de financiamentos
 - (3) gestão não operacional
 - (4) estratégia da distribuição aos acionistas (e executivos)
- Estrutura de capital: dinheiro dos outros
- Sinergias
- Valor dos ativos intangíveis



DESAFIOS

Como estimar o valor da empresa?



- Em 2012, o Facebook pagou US\$ 1 bilhão na aquisição de uma empresa com 13 funcionários, menos de 2 anos de vida e sem receitas significativas. **Como o Instagram pode valer mais que o famoso jornal The New York Times?**
- A finlandesa Nokia, fundada em 1865, chegou a ser uma das maiores fabricantes de celulares do mundo. Em 2007, o preço de suas ações alcançou US\$40, quando ainda era líder em celular. **Ignorou a ameaça dos smartphones** e insistiu em plataformas próprias. Resultado: o valor das ações despencou e, em 2012, chegou a US\$2. Quem comprou ações da Nokia a US\$ 10 considerando o valor barato e apostando na recuperação **perdeu muito dinheiro**.
- Um estudo sobre as 500 maiores empresas da revista Fortune **estima sua vida média em 45 anos** (menos que um ser humano). Outro estudo estimou a vida média das empresas japonesas e parte das empresas europeias, independentemente do porte, em 12,5 anos. No Brasil, uma pesquisa realizada em 2008 mostra que 27% das empresas paulistas **encerram suas atividades no primeiro ano de operação** e 62% não completam o 5º ano de vida (SEBRAE).

Métodos mais comuns de avaliação de empresas

UMA VISÃO DE MERCADO



Paradigma contábil

Na prática: os desafios são filtrar as informações mais importantes dos demonstrativos contábeis e analisa-las tendo em mente que os demonstrativos descrevem (pelo menos parcialmente) uma empresa, seu negócio e a maneira como é gerida.

Principais demonstrativos contábeis e sua relevância para a avaliação de empresas.

DEMONSTRATIVO CONTÁBIL	OBJETIVOS	INFORMAÇÕES IMPORTANTES
BP	Apresentar posição financeira e patrimonial da empresa em uma data (posição estática)	Ativos: disponibilidades, CAR, estoques, AIB, AI. Passivos: fornecedores, dívidas, PL
DRE	Apresentar lucro líquido no período. LL é a base para distribuir dividendos e pode afetar o PL significativamente	ROB, CMV, Lucro Bruto, Lucro Operacional, Despesas Financeiras, IR&CS, LL
DFC	Gerar excesso ou consumo de caixa.	Pagamentos e recebimentos em dinheiro, depreciação, amortização, investimentos, captação e/ou devolução de empréstimos, aumento de capital e/ou pagamentos de dividendos
NOTAS EXPLICATIVAS	Detalhar aspectos do BP, DRE, DFC e de outros demonstrativos	Abertura dos itens do AIB&AI, descrição da dívida por tipo, custo e prazo de amortização, divisão da depreciação e amortização entre custos e despesas

Múltiplos de bolsa de valores

Sua popularidade tem mais a ver com a facilidade de aplicação que sua efetividade no Brasil.

É uma razão entre um numerador e um denominador (que geralmente inclui ROB, Ebitda, Ebit, LL e PL).

MÚLTIPLO	DENOMINAÇÃO
P/PL	Múltiplo de patrimônio (price-to-book-value)
P/LL	Múltiplo de lucro (price-to-earnings)
P/EBITDA	Múltiplo de Ebitda
P/EBIT	Múltiplo de Ebit

Recomendação: o uso de múltiplos deve ser secundário. O método principal de avaliação de uma empresa deve ser o FDC.

Fluxo de caixa descontado

O valor de uma empresa depende da sua capacidade de gerar “caixa” no futuro a seus acionistas, remunerando-os pelo risco incorrido e rendimentos em alternativas de investimento.

“FUTURO”, “CAIXA” e “REMUNERAÇÃO” são conceitos fundamentais no FCD

Diferenças entre 3 importantes métricas de performance de uma empresa: LL (regime de competência), FOC e o FLC (ambos em regime caixa):

LUCRO LÍQUIDO (LL)	FLUXO OPERACIONAL DE CAIXA (FOC)	FLUXO LIVRE DE CAIXA (FLC)
Receita operacional bruta	(-) Lucro / Prejuízo do exercício	(=) FOC
(-) Impostos	(+) IR e CS pós-alavancagem (@Lair)	(-) Despesas financeiras
(=) Rec. Op. Líquida	(-/+) Desp./Rec. Não operacionais	(+) Receitas financeiras
(-) Custo produto vendido	(-/+) Desp./Rec. Financeira	(-) Amortização de dívidas
(=) Lucro bruto	(+) Deprec. e Amortização (ARLP)	(+) Novas dívidas
(-) Despesas G.A. e vendas	(=) LAJIDA (Ebitda)	(-/+) Desp./Rec. Não operacionais
(-) Deprec. e Amortização (ARLP)	(-/+) Variação no capital de giro	(-/+) Ativos e passivos não operacionais
(=) Lucro operacional (Ebit)	(-) Contas a receber	(+) IR e CS Pré-alavancagem
(-/+) Desp./Rec. Financeira	(-) Estoques	(-) IR e CS pós-alavancagem (@Lair)
(-/+) Desp./Rec. Não operacionais	(+) Fornecedores	(=) FLC
(=) Lucro antes IR e CS (Lair)	(-) Investimentos no ativo permanente	
(-) IR e CS pós-alavancagem (@Lair)	(ARLP)	
(=) Lucro / Prejuízo do exercício	(-) IR e CS Pré-alavancagem (@Ebit)	
	(=) FOC	

“

*Aperfeiçoar modelos e ter acesso a informações superiores reduzirão a incerteza na estimativa, **mas pouco farão para reduzir a exposição ao risco** específico da empresa e ao risco macroeconômico. Até o melhor modelo estará sujeito a essas incertezas. (...)*

***Não há lugar para orgulho neste processo.** As avaliações podem mudar drasticamente ao longo do tempo, e assim deve ser, se a informação justificar tal mudança.”*

Damodaran (2007, p. 4)



PRISCILA SPADINGER

priscila.spadinger@andradesilva.com.br

(31) 2103 9560 - (11) 9 9374-7777

andradesilva.com.br

