

1. Introdução

Este capítulo está dividido em três seções. A primeira seção contextualiza a pesquisa, ao explicar seu propósito e como ela está inserida dentro da teoria e prática financeira, considerando como foco da discussão o mercado brasileiro. A segunda seção apresenta os objetivos e a motivação para a pesquisa e a terceira seção trata de como o trabalho está organizado a fim de responder as questões levantadas pelo problema.

1.1. Contexto da Pesquisa e Definição do Problema

Nos últimos anos, pode-se perceber um grande salto com relação às transações de fusões e aquisições no mundo. No caso particular do Brasil, houve 3113 transações entre 2000 a 2010¹, um acréscimo de mais de 13 vezes em relação à década anterior. No mesmo período, o valor de mercado negociado também teve um acréscimo expressivo, saindo de USD 68 bilhões para USD 554 bilhões.

Dado o aumento significativo das operações de fusões e aquisições no país, a correta avaliação de tais oportunidades de investimento torna-se cada vez mais relevante. Este processo começa pela compreensão das características que tornam os ativos mais ou menos atraentes, o que inclui não só a análise qualitativa, como também aspectos quantitativos. Desta forma, as técnicas de avaliação precisam ser adaptadas a fim de incorporar tais peculiaridades, em especial observando se o ativo é uma companhia de capital aberto, também chamada de pública, ou de capital fechado, que por sua vez pode ser mencionada como privada.

¹ Informações do banco de dados Bloomberg, período entre Janeiro de 2000 até Dezembro de 2010.

A principal diferença entre uma companhia pública de uma privada é o fato da primeira ter registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a segunda não, o que a impede de listar suas ações na bolsa de valores. Diferentemente de empresas públicas, as privadas possuem menos controle de seus dados contábeis, além de manterem tais informações com pouca ou nenhuma publicidade (FRANCO *et al.*, 2007). Outra diferença significativa entre os tipos recai na iliquidez das ações, que significa não só a dificuldade para negociar tais ativos, como a falta de um preço de referência no mercado.

Considerando ativos listados em bolsa de valores, a metodologia mais utilizada para avaliá-los é a do fluxo de caixa descontado. No entanto, o resultado gerado é repleto de subjetividades. Primeiro, questiona-se o cálculo da taxa de desconto, que depende de variáveis relacionadas a prêmio de mercado e taxa de juros livre de risco quando utilizado o modelo chamado *Capital Asset Pricing Method*, o CAPM, para especificação da taxa de desconto de fluxos de caixa futuros. Além disso, é necessário prever os fluxos de caixa futuros para que haja a avaliação na perpetuidade do valor da companhia. Quanto mais imprecisas estas estimativas, menos confiável será o resultado final.

Como ativos não listados não cumprem com as premissas básicas do CAPM² e suas informações são escassas, a abordagem do fluxo de caixa descontado torna-se extremamente difícil e arbitrária. Por isso, outros métodos podem ser desenhados na tentativa de reduzir incertezas. Em particular, o uso de múltiplos de preço de transações de empresas em indústrias similares é muito utilizado por bancos de investimentos e outros *players* que buscam precificar ativos não públicos. Tais múltiplos podem se utilizar de parâmetros como lucro, geração de caixa e patrimônio líquido. Esta metodologia, de forma simples, retorna um multiplicador que conecta os valores negociados atualmente no mercado com o parâmetro utilizado e serve como referência para uma negociação privada.

A fim de utilizar múltiplos de preço como método comparativo de avaliação de valor entre companhias fechadas e abertas é importante analisar esta informação de forma crítica, buscando eliminar possíveis vieses. Para tal, esta

² Tal explicação será detalhada mais adiante no capítulo 2.

dissertação irá identificar transações em indústrias similares, em um curto espaço de tempo e organizá-las aos pares entre os dois tipos de companhias – fechada e aberta. Com este instrumental em mãos, será possível calcular componentes de risco não sistemáticos, como liquidez, tamanho da transação e o prêmio de controle entre empresas listadas e não listadas, possibilitando o ajuste do valor justo dos ativos privados. Desta forma, o presente trabalho utilizará estes efeitos para quantificar os desvios em relação às empresas listadas e compreender como tais efeitos interagem na avaliação das empresas privadas em relação às públicas no Brasil.

1.2.

Objetivo da Pesquisa e Motivação

Este trabalho tem como principal objetivo calcular as discrepâncias de avaliação entre empresas fechadas vis-à-vis empresas públicas no mercado brasileiro. Uma base de dados foi estabelecida com o intuito de organizar informações sobre operações de aquisição de empresas privadas e de empresas listadas em bolsa no mercado brasileiro, entre 2000 a 2013. Em julho de 2013, utilizou-se o banco de dados do Bloomberg, através da função específica que retorna informações sobre fusões e aquisições, conhecida pela sigla MA (no inglês, *Mergers and Acquisitions*). Através desses dados, foi possível calcular o valor relativo de fatores que impactam o prêmio de risco, tais como liquidez, tamanho da empresa, etc. A combinação destes efeitos possibilitará não só a análise, como confirmará se há desconto (ou prêmio) de companhias privadas no mercado brasileiro no período estudado.

Apesar do aumento significativo de operações de fusões e aquisições no Brasil, em especial no segmento de *private equity*, não há um estudo detalhado sobre o desconto de avaliação entre empresas fechadas e abertas no país. Tal desconhecimento torna-se ainda mais problemático devido às peculiaridades de uma companhia fechada, exigindo que os investidores sofisticem suas técnicas de avaliação a fim de encontrar o valor justo do ativo-alvo, uma vez que os métodos tradicionais de avaliação podem não ser suficientes. Por isso, o presente estudo possui caráter exploratório e almeja contribuir para a literatura de finanças corporativas no Brasil.

1.3. Estrutura da Dissertação

O trabalho está dividido em cinco capítulos, sendo o primeiro uma breve introdução na qual são apresentados o problema, o objetivo e uma breve descrição da metodologia da dissertação. O segundo capítulo faz uma breve revisão de literatura sobre o principal método de cálculo de retorno esperado, o CAPM, e a partir de suas limitações, três componentes de risco não sistemáticos que possivelmente impactam o retorno quando se aplica o CAPM em empresas privadas são descritos. Posteriormente, este mesmo capítulo traz um resumo sobre a literatura acadêmica que inspiraram esta dissertação e que trazem abordagens diferenciadas sobre o cálculo do desconto da companhia privada (no inglês, *private company discount* ou PCD) em outros países. Já o terceiro capítulo introduz detalhadamente a metodologia adaptada de estudos anteriores da abordagem da aquisição para os dados históricos brasileiros, enquanto o quarto capítulo analisa a existência ou não do desconto da empresa privada e suas implicações, comparando os resultados obtidos com os dados da pesquisa de Pereiro (2001) no contexto argentino. Por fim, o quinto e último capítulo conclui o trabalho ao fazer um breve resumo sobre os resultados, as limitações da pesquisa e sugestões para investigações futuras.