

3. Metodologia

Na tentativa de avaliar se há evidências do desconto no mercado brasileiro entre empresas de capital fechado e aberto, este estudo se inspira livremente em abordagens utilizadas pela academia em outros países. Em especial, as pesquisas referentes à abordagem da aquisição são os principais alicerces para a metodologia aqui descrita. Desta forma, este capítulo irá detalhar o método adotado e os resultados obtidos.

3.1. Indicadores de Avaliação de Ativos

O presente estudo escolheu um múltiplo para fazer a avaliação relativa sobre os preços transacionados entre companhias abertas e fechadas, permitindo o cálculo do desconto (ou prêmio). Dois múltiplos utilizados pelo mercado são o P/L (ou P/E, no inglês) e o Valor da Firma/LAJIDA (ou EV/EBITDA, no inglês).

Há inúmeras técnicas para avaliação de projetos. O estudo de Graham & Harvey (2001) faz uma pesquisa extensa com 392 diretores financeiros de diversas empresas e verifica que aproximadamente 75% dos respondentes utilizam sempre ou quase sempre a taxa interna de retorno (TIR) e VPL quando analisam oportunidades de investimento. A análise por múltiplo P/L aparece em quinto na ordem de preferência dentre onze técnicas citadas.

Desta forma, o P/L é um importante indicador para avaliação de ativos. Sua relação é a fração entre o preço de negociação do ativo e o lucro líquido, o que implica que o valor resultante desta divisão é o número de anos que o preço pago atualmente pelo ativo irá retornar ao investidor em termos de lucro anual.¹³ Um P/L alto sugere que os investidores esperam um crescimento maior do lucro da companhia do que em empresas com P/L mais baixos, ou seja, o preço do ativo

¹³ Assumindo que o lucro será constante e anual.

estaria antecipando esse movimento. O indicador será útil se ele for utilizado como valor relativo de empresas dentro do mesmo setor e/ou ao comparar o valor histórico do múltiplo em relação ao atual de uma mesma companhia.

O múltiplo P/L pode ser mensurado de diferentes formas, dependendo da metodologia escolhida para o cálculo do denominador, ou seja, pode-se utilizar não só o lucro anual atual como também o lucro dos próximos 12 meses. Este último modo é o mais utilizado pelos analistas do mercado financeiro, afinal retorna perspectivas mais fiéis sobre o futuro da empresa. No estudo em questão, foi utilizado o lucro histórico, 12 meses antes de a aquisição ter acontecido, conforme descrição do Lucro Líquido Múltiplo (ou P/L) pela Bloomberg. Esta metodologia de cálculo é a que melhor se encaixa para o estudo, afinal o lucro futuro da empresa passa a ser completamente indefinido após a aquisição, dependendo da estratégia por trás da operação e das sinergias extraídas neste movimento.

Já o EV/EBITDA é um indicador que relaciona o valor do ativo com a sua geração de caixa operacional. O EBITDA corresponde ao lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização.

Argumenta-se que o múltiplo de EV/EBITDA é superior ao P/E para fins de mensuração do valor de um ativo, afinal a estrutura de capital (a proporção entre dívida e capital próprio) é neutra no primeiro caso. Desta forma, o indicador de lucro operacional é menos afetado por decisões de alavancagem financeira. Koeplin *et al.* (2000) frisam que duas companhias com o mesmo fluxo de lucro podem ter múltiplos diferentes dependendo das diferenças da sua estrutura de capital, o que faz com que estes autores acreditem que os indicadores que se utilizam de EBITDA ou EBIT (que inclui o efeito da depreciação e amortização) são mais apropriados para a análise do desconto de companhias fechadas.

A pesquisa em questão não pode considerar o indicador EV/EBITDA devido à falta de informações disponíveis no banco de dados. Apesar das limitações do múltiplo P/E, sua ampla utilização no mercado como valor relativo garante sua credibilidade.

3.2. Coleta de Dados

A fim de uniformizar a metodologia dos dados, todas as informações da pesquisa foram provenientes da base de dados do Bloomberg. A função chamada “MA” (sigla para *Mergers and Aquisitions* ou Fusões e Aquisições) possibilitou a filtragem dos dados de interesse, retornando cronologicamente grande parte, se não todas, das negociações conhecidas entre companhias abertas ou fechadas ocorridas em qualquer país. Os dados foram obtidos através de consulta ao banco de dados Bloomberg na data de 23 de julho de 2013.

Conforme detalhado anteriormente, o indicador adotado a fim de comparar o valor das transações foi o P/L cujo valor é derivado da divisão entre o valor anunciado da negociação pelo lucro líquido dos últimos 12 meses do ativo alvo. Caso a aquisição não tenha correspondido a 100% das ações, o numerador será ajustado a fim de considerar a proporção total, tornando-se um número comparável com o lucro líquido consolidado da companhia. A escolha deste múltiplo possibilitou ampliar a amostra, dado que há poucas transações com informações de outros múltiplos de valor relativo, como o EV/EBITDA. Cabe notar que esta falta de informação atinge, sobretudo, as empresas fechadas, corroborando que a restrição de dados contábeis e/ou gerenciais públicos dificulta a estimativa dos múltiplos neste tipo de companhia.

Ademais, foram eliminadas não só as operações que não tinham disponíveis a informação do múltiplo, como também aquelas cujo P/L era negativo ou acima de 50. Operações do setor financeiro também foram excluídas dado que este tipo de indicador não é um bom parâmetro de valor para o segmento.

O período contemplado na base de dados foi de janeiro de 2000 até julho de 2013. Apesar do alto número de negociações resultantes da amostra, 4868, apenas 30 transações foram utilizadas no estudo. Isto ocorreu devido não só às restrições mencionadas no parágrafo acima, como também pela necessidade de garantir que todas as operações possuíssem as informações mínimas necessárias para serem elegíveis na amostra. Nesta etapa da seleção, 248 operações eram elegíveis. Mas, dado que o tipo de setor, tamanho do bloco negociado e o momento que o evento ocorre tende a influenciar o valor do múltiplo, foi necessário organizar as

transações em subgrupos. Para tanto, o estudo organizou os subgrupos em pares de empresas fechadas e abertas cujos setores eram iguais, negociações com valores semelhantes e o intervalo temporal de aproximadamente um ano entre as transações.¹⁴ Tal método resultou em 15 pares de negociações entre empresas fechadas e empresas públicas.

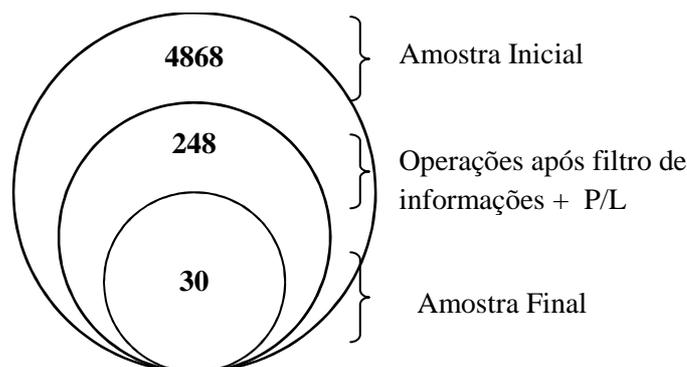


Figura 3.1 - Tamanho da Amostra
Fonte: Elaboração Própria

Como exemplo da metodologia de escolha dos pares, é possível observar na amostra a aquisição de uma empresa listada em bolsa, a rede de supermercados Pão de Açúcar, em junho de 2001, pela francesa Casino Guichard Perrachon AS. Cinco meses depois, outra rede de supermercados brasileira, Prezunic Comercial Ltda, desta vez privada, também foi adquirida por uma companhia estrangeira, a chilena Cencosud SA. Sendo assim, ambas as transações pertencentes ao segmento de Consumo, Não Cíclico passam a ser compatíveis e fazem parte da amostra final.

A composição das operações da amostra por setor é detalhada pela Tabela 3.1, demonstrando que o setor de Consumo, Não Cíclico é o mais presente, com seis pares de transações, enquanto o setor de Energia possui apenas duas operações.

¹⁴ Há quatro pares em que foi necessário ampliar o intervalo temporal para mais de um ano, ocorrendo diferenças de três a nove anos entre tais operações.

Setores	Número de Operações
Materiais Básicos	6
Consumo, Cíclico	4
Consumo, Não Cíclico	12
Energia	2
Industrial	6
TOTAL	30

Tabela 3.1 - Número de Transações da Amostra
Fonte: Elaboração Própria