

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE
JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

*VENTURE CAPITAL: AVALIAÇÃO DE EMPRESAS EM ESTÁGIO
PRÉ-OPERACIONAL*

Eduardo de Oliveira Castro Silbert

1010492

Orientadora: Maria de Nazareth Maciel

Dezembro de 2013

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE
JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

*VENTURE CAPITAL: AVALIAÇÃO DE EMPRESAS EM ESTÁGIO
PRÉ-OPERACIONAL*

Eduardo de Oliveira Castro Silbert

1010492

Orientadora: Maria de Nazareth Maciel

Dezembro de 2013

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.

Sumário

Introdução.....	5
I – As características e os fundamentos de um investimento do tipo <i>Venture Capital</i>	8
1 – O Plano de negócios, o histórico do empreendedor e o mercado	8
2 – A assimetria de informação envolvida no processo de investimento	12
3 – O papel do investidor no auxílio ao empreendedor	15
II – Modelos de avaliação de empresas: afinal, qual o preço justo?	17
1 – Como aplicar modelos tradicionais de avaliação de empresas a novos empreendimentos?	17
· <i>Fluxo de Caixa Descontado</i>	18
· <i>Avaliação Relativa</i>	27
· <i>Conclusão</i>	32
III – Estudo de caso: a criação de uma empresa de produtos pet a partir de um investimento de <i>Venture Capital</i>	33
1 – Apresentando a oportunidade, a proposta de produto e o cenário da indústria pet no Brasil:	33
2 – Avaliação da nova companhia de produtos pet.....	37
Considerações Finais	49
Referências Bibliográficas.....	50

Introdução

O investimento do tipo *Venture Capital* tem origem no mercado financeiro e tem atuação direta no desenvolvimento de novas empresas. A operação consiste na cessão por parte do empreendedor de parte das ações da nova empresa ao investidor. O que difere o *Venture Capital* de um financiamento comum é justamente a parceria constituída entre o investidor e o empreendedor, que os coloca na categoria de sócios, privando o empreendedor de qualquer dívida caso o crescimento da companhia não corra conforme o esperado. Além do dinheiro investido, os fundos de *Venture Capital* são fundamentais também na profissionalização da gestão da empresa, auxiliando os empreendedores, os aconselhando e contribuindo na expansão da sua rede de contatos e relacionamentos. Conforme mostrado na Figura 1, o objetivo do investidor é a saída do investimento no médio a longo prazo por meio da venda de suas ações, que pode ocorrer tanto para outro fundo investidor, quanto para o mercado aberto numa oferta inicial de ações. Entretanto, para entender todo o processo de ascensão de uma empresa investida, é preciso entender sobre quais pilares é feito o investimento inicial, como ele é mensurado e qual a participação no capital social da empresa que ele garante ao investidor.

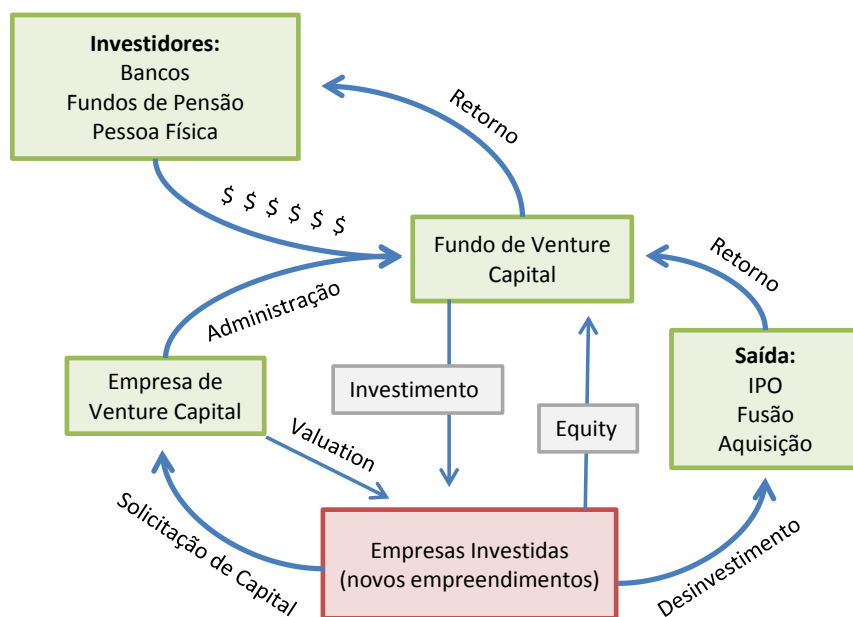


Figura 1. Principais participantes da atividade de *Venture Capital*.

Fonte: Adaptado de Ganzi et al. (1998).

Caracterizados pela falta de liquidez, retornos voláteis e presença constante da assimetria de informação, o investimento do tipo *Venture Capital* apresenta alto risco atrelado. O sucesso de uma firma em estágio inicial muitas vezes depende de um produto, mercado ou tecnologia que ainda não tenha sido testado como proposição de um negócio, gerando incertezas quanto ao potencial de geração de receitas e lucros por essa empresa. A decisão de investir torna-se, portanto, tarefa delicada e difícil. A escolha do investidor deve contemplar o entendimento das tecnologias envolvidas no negócio, o nicho de mercado da empresa e a capacidade organizacional e produtiva da companhia. Constantemente, tais elementos não estão bem desenvolvidos ou não são bem compreendidos, fazendo com que a mensuração dos resultados futuros e conseqüente valor da empresa sejam ainda mais nebulosos. Assim, uma decisão de investimento do tipo *Venture Capital* deve envolver uma triagem inicial, coleta de informações, avaliação do risco e, finalmente, a avaliação da empresa. Dadas essas incertezas e as implicações estratégicas no processo de investimento, a avaliação torna-se especialmente importante.

O princípio fundamental de um investimento sólido é que o investidor não pague por um ativo mais do que ele vale (Damodaran, 2007). Ao avaliar um ativo, o investidor estará sempre tentando fazer previsões do futuro, independente do momento. Suas estimativas devem ser sustentadas pela realidade, o que sugere que o valor a ser pago reflita os fluxos de caixa a serem gerados. Assim, os modelos de avaliação descritos neste trabalho buscam entender esses fluxos de caixa sob a ótica das estimativas, do nicho de mercado e das incertezas inerentes ao modelo de negócios da empresa em estágio inicial avaliada. Os métodos de desconto do fluxo de dividendos de uma empresa, os modelos de fluxos de caixa descontados, os modelos de lucros residuais e os modelos de avaliação por múltiplos de mercado estão entre as técnicas de avaliação de empresas mais aplicadas.

As características do setor e da empresa em si são fundamentais para definir a metodologia da análise, contudo, nem todos os métodos podem ser aplicados a empresas em estágio pré-operacional, foco deste trabalho. Isto porque tais empresas não apresentam resultados passados que possam ser utilizados com base, por exemplo, para comparação de múltiplos. Em um investimento do tipo *Venture Capital* aparece mais forte, portanto, o papel da subjetividade na mensuração do real valor da empresa, que pode até mesmo nem

ter sido criada, tratando-se apenas ainda de um plano de negócios cujo valor reside no potencial da ideia, do setor, da execução e, principalmente, das pessoas envolvidas. O estudo de caso presente neste trabalho aborda a questão do desenvolvimento dos produtos pela empresa analisada, desde a criação de um protótipo após sucessivas viagens a China, passando pela apresentação do plano de negócios aos investidores e chegando a recente constituição da empresa e conclusão do aporte, dando início a operação de venda. Nesse sentido, torna-se interessante compreender quais as ferramentas utilizadas pelos fundos de *Venture Capital* para estruturar e legitimar as tomadas de decisão em um tipo de investimento caracterizado por situações de extrema incerteza.

O objetivo deste trabalho configura-se, portanto, no entendimento de como se dá o processo de avaliação dessas empresas e quais os métodos mais apropriados, revisando-se a literatura existente e analisando por meio de um estudo de caso uma empresa de produtos pet criada a partir de um investimento do tipo *Venture Capital* em 2012. O pressuposto aqui é que essa decisão de investimento representa um estudo empírico que exemplifica a complexidade das decisões a serem tomadas e a vasta gama de possibilidades alternativas a serem consideradas.

I – As características e os fundamentos de um investimento do tipo *Venture Capital*

1 – O Plano de negócios, o histórico do empreendedor e o mercado

Um mecanismo simples e efetivo utilizado por muitos investidores de *Venture Capital* é identificar de quais fontes emergem seus potenciais investimentos. Quanto mais confiável essa fonte e quanto melhor seu histórico de indicações, seja ela um advogado, uma empresa já em portfólio ou um indivíduo pertencente à vasta rede de contatos que investidores qualificados têm, maiores as chances de a potencial investida representar uma boa oportunidade. Mas a partir da indicação do investimento e o momento em que se tem a oportunidade em mãos, quais são as ferramentas que o investidor pode utilizar para avaliar a qualidade e o potencial de sucesso do novo empreendimento? Geralmente, essa análise tem início pelo plano de negócios.

O plano de negócios de uma companhia é cuidadosamente examinado pelos investidores interessados uma vez que é dele que se tira a primeira impressão tanto do negócio, quanto dos empreendedores por trás da ideia. Isto porque investidores analisam o plano de negócios avaliando inicialmente a qualidade da apresentação, a clareza e se possui foco e coerência, isto é, elementos que ao mesmo tempo em que são superficiais, podem dizer muito sobre o empreendedor que desenvolveu aquele plano e sua habilidade de apresentar suas ideias, seus cuidados de organização e seu profissionalismo. Nesse sentido, o plano de negócios surge como o primeiro grande teste para o empreendedor frente ao investidor de *Venture Capital*.

O que de fato se espera em um plano de negócios bem feito é se ele é conciso, profissional, prático, possui um conteúdo realístico e explique de maneira adequada o negócio e as premissas em que ele se baseia. Geralmente, são oito categorias de informação:

- (i) O negócio: o que a empresa fará, qual a estratégia, os objetivos e o modelo de receita
- (ii) O mercado: Tamanho histórico e projetado, tendências, características, necessidades e desafios do mercado de atuação.

- (iii) O produto: Modo de fabricação, fornecedores, descrição, calendário de desenvolvimento e diferenciação,.
- (iv) Distribuição: Consumidores chave, canais de venda, potenciais parcerias.
- (v) Competidores: Quem são, vantagens e desvantagens, barreiras de entrada.
- (vi) Equipe: Funções, responsabilidades, histórico, composição do conselho.
- (vii) Finanças: Receitas esperadas, fluxo de caixa projetado, custos e despesas projetados, calendário de capitalização.
- (viii) Financiamento: Quantia necessária, *valuation* e usos do investimento.

Planos de negócio que abordem os tópicos acima de forma eficiente e bem apresentada tendem a ser mais efetivos em transmitir aos investidores os principais pilares e méritos da oportunidade. Além disso, definir objetivos e marcos ainda no plano de negócios também representa uma forma de passar credibilidade e profissionalismo ao investidor. A partir do momento em que metas são traçadas e objetivos são definidos, o investidor tem algo mais tangível no que se basear para, futuramente inclusive, avaliar e monitorar o desempenho da investida. Isto porque quanto mais cedo forem detectados desvios em relação aos objetivos, mais margem existe para tomarem-se as medidas necessárias tanto do ponto de vista tanto financeiro, quanto do estratégico. Assim, planos de negócios bem definidos e completos transmitem mais confiabilidade e segurança ao investidor, dando ao empreendedor maiores chances de impressionar e conseguir levantar os fundos necessários para o desenvolvimento da nova empresa.

Apesar do plano de negócios já deixar a primeira impressão sobre a oportunidade e transmitir a ideia inicial do que o investimento representa, ele possui uma seção que é fundamental para o fechamento do negócio e que certamente será objeto de estudo por parte do investidor conforme as negociações avançam: o histórico do empreendedor. O entendimento é que uma grande ideia, se não for bem executada, não passa de uma grande ideia. Portanto, é fundamental para o investidor que o empreendedor tenha uma boa capacidade de gestão e liderança, estabelecendo uma empresa organizada cujos controles e processos sejam bem definidos e alinhados com todas as partes interessadas. Para avaliar a administração, o investidor precisaria, portanto, analisar o histórico dos futuros gestores da

companhia, tirando conclusões a partir da educação, experiência, sucessos e fracassos do empreendedor em suas atividades passadas.

Naturalmente, a razão pela qual investidores de *Venture Capital* prezam tanto pela qualidade da equipe de gestão é que os retornos que esperam dependem de uma série de decisões - grandes e pequenas - tomadas pela administração durante todo o processo de criação, crescimento e maturação da empresa. Diversos encontros são realizados entre empreendedores e investidores a fim de que ambos se conheçam melhor e o investidor aprofunde suas informações de histórico, realizações, habilidades, hábitos e até fraquezas do empreendedor, um método direto de obter-se o *background* dos indivíduos. O método indireto seria por meio da checagem de referências com a rede de contatos, empregadores anteriores e inclusive na justiça. Isso vale não só para o empreendedor, mas também para o restante do time montado para gerir e desenvolver o novo empreendimento. Equipes que já tenham trabalhado juntas de maneira bem sucedida no passado tornam-se mais atrativas para investidores de *Venture Capital*.

Nesse sentido, sob o aspecto educacional e de formação, investidores de *Venture Capital* buscam empreendedores com boas credenciais acadêmicas, geralmente graduados em universidades de excelência. Tais credenciais devem abranger as áreas de atuação do indivíduo na companhia e no mercado em que a empresa opera. Já do ponto de vista da experiência do empreendedor, investidores de *Venture Capital* preferem indivíduos que já tenham experiência no setor da nova companhia, o que garante que o empreendedor entenda das necessidades dos consumidores, de como influenciar na decisão de compra, dos desafios do mercado, do posicionamento estratégico dos competidores e como identificar suas forças e fraquezas. Gestores com experiência também são capazes de decidir pelos canais de venda e distribuição mais efetivos, além de já possuírem uma vasta rede de contatos que possa representar futuras parcerias. Empreendedores com uma sólida experiência no mercado de entrada da nova companhia tendem a ter vantagens sobre aqueles que acabaram de entrar na indústria e investidores reconhecem isso. Por muitas vezes a experiência passada não precisa ser constituída apenas de sucessos, mas muitos investidores levam em conta também experiências mal sucedidas que representaram um aprendizado e um *expertise* a mais para o empreendedor.

Analisados o plano de negócios e o histórico do empreendedor, inicia-se por parte do investidor a análise do mercado em que a nova firma se encontra. Entram em questão diversos questionamentos que visam enriquecer a análise e aprofundar a avaliação se a nova oportunidade é atrativa ou não. Quem são os consumidores que a empresa mira? Qual a melhor estratégia de posicionamento? Como a empresa vai posicionar seus produtos junto aos consumidores? Qual o tamanho do mercado? Quanto movimentada? Quem são os competidores e quais as barreiras de entrada? Entender o mercado passa por todas essas questões e cabe ao investidor aprofundar-se nelas a fim de seguir sua tomada de decisão rumo ao investimento ou não.

Quem vai pagar pelos produtos ou serviços da nova empresa é uma pergunta complexa para investidores de *Venture Capital*. Há diversas respostas com implicações significativas. O entendimento para essa pergunta começa naturalmente pelo empreendedor, em que ele é indagado a respeito de seus objetivos e público-alvo. Investidores prezam pelo entendimento sólido e coeso do empreendedor acerca de seus consumidores. Se o empreendedor desconhece ou não reuniu informações suficientes sobre o perfil de seus futuros clientes, ele dificilmente será capaz de atender às suas necessidades e demandas. Assim, investidores de *Venture Capital* miram empreendedores e oportunidades que almejam atingir consumidores específicos e conheçam as características desse consumidor. Nesse sentido, é importante também segmentar o próprio mercado, dividindo o universo de possíveis consumidores em segmentos de mercado específicos, em que cada segmento representa grupos de consumidores com perfis e demandas semelhantes. Ao fazer isso, o empreendedor consegue compreender as características socioeconômicas, demográficas e padrões e motivações de compra dos clientes. Munidas dessas informações, as empresas têm maiores chances de oferecer produtos que agradem e atendam ao público-alvo planejado, implicando em consumidores mais satisfeitos e criando uma barreira natural de entrada a novos competidores.

Entretanto, não basta entender apenas o consumidor e o público-alvo se não for dimensionado o tamanho do mercado em que se espera atuar. O tamanho do mercado é um dos aspectos mais importantes da diligência do investidor de *Venture Capital*. Quanto maior o mercado, mais consumidores possui e mais dinheiro movimentado, maior o risco que

o investidor está disposto a tomar. Além de mensurar o tamanho bruto de mercado, investidores também examinam a que taxa que esse mercado tem crescido e estimam taxas futuras de crescimento. Mercados com altas taxas de crescimento geralmente indicam que a demanda está temporariamente acima da oferta, representando uma oportunidade para novos entrantes no mercado. Estudado o mercado, busca-se então estimar o percentual desse mercado que a nova empresa conquistaria, o *market-share*. Investidores de *Venture Capital* costumam mirar em companhias que almejam ou boa parte do mercado ou até a dominância desse mercado. Camp (2002) argumenta que investidores de *Venture Capital* geralmente utilizam o número de 30% de *market-share* como balizador para o sucesso do empreendimento e que empresas que não mirem atingir pelo menos 15% de *market-share* raramente despertam o interesse desses investidores.

2 – A assimetria de informação envolvida no processo de investimento

Durante todo o processo de tomada de decisão acerca da oportunidade de investimento, o investidor de *Venture Capital* está sujeito ao problema da assimetria de informação. Estariam os empreendedores comprometidos com o sucesso da companhia no longo prazo? Como a gestão da nova empresa se comportará diante de possíveis envolvimento dos investidores? Teriam os empreendedores as qualidades necessárias para ocupar os principais cargos estratégicos? O trabalho busca nessa seção abordar alguns desses questionamentos e destacar os principais pontos das incertezas que envolvem o relacionamento entre investidores e empreendedores.

Investidores de *Venture Capital*, ao analisar uma oportunidade de investimento, estão sempre atentos ao grau de comprometimento dos empreendedores com a empresa no longo prazo. Mensurar esse empenho, entretanto, não é tarefa fácil. Uma das maneiras de garantir que a equipe de empreendedores mantenha a motivação e o comprometimento é garantindo-lhes a participação devida, o chamado *equity*. Quanto maior a exposição financeira dos empreendedores ao sucesso da empresa, maior a confiança do investidor na dedicação alocada pelo empreendedor na companhia. É por isso que por muitas vezes em acordos de investimento são utilizados mecanismos legais como o *vesting*, *repurchase provisions* e *drag-along*:

- (i) *Vesting*: O termo *vesting* tem de fato uma ligação com o verbo *vestir*. Ao longo do tempo, é comum que as empresas cedam participações minoritárias para funcionários ou membros do conselho como forma de bonificação e incentivos. Entretanto, é importante definir em que condições tais indivíduos receberão suas participações. É justamente para evitar que o indivíduo receba sua participação e pouco tempo depois se desligue da companhia que é utilizado o mecanismo de “vesti-lo” com as ações que tem direito ao longo do tempo. Geralmente o indivíduo é “vestido” durante um período de 3 a 5 anos, ou seja, quanto mais tempo ele permanecer na empresa, mais ações “vestirá” e maior será o seu *equity*. Caso o indivíduo se desligue antes do previsto, é feito o cálculo de quanto ele “vestiu” de ações e o saldo restante permanece com os acionistas que estavam sendo diluídos.
- (ii) *Repurchase Provisions*: As chamadas provisões de recompra permitem que as empresas comprem de volta dos empreendedores e funcionários-chave as ações pertencentes a eles pelo preço que as adquiriram quando não possuem mais vínculos empregatícios com a companhia por pedirem demissão ou por motivo de justa causa. É uma forma de proteger o investidor e ao mesmo garantir comprometimento por parte dos empreendedores e funcionários-chave que detenham participação na empresa.
- (iii) *Drag-along*: esse mecanismo é utilizado para forçar acionistas minoritários a venderem suas ações da companhia em caso de venda da participação do acionista majoritário, com o mesmo preço e condições. A aplicação dessa cláusula permite que uma empresa tenha 100% do seu capital adquirido pelo eventual comprador.

Os mecanismos de *vesting* e provisões de recompra são atrativos para o investidor de *Venture Capital* na medida em que buscam garantir que empreendedores e funcionários-chave estejam comprometidos e dedicados. Eles oferecem essa garantia ao estabelecer que a participação desses indivíduos no corpo acionário da companhia seja transferida gradual e

gradativamente ao longo do tempo, ao invés de estabelecida inteiramente de uma vez só. Essencialmente, esses mecanismos forçam o empreendedor a conquistar sua participação mantendo-se no empreendimento o período de tempo acordado. Camp (2002) os define como “algemas douradas”, pois prendem o empreendedor à companhia tanto do ponto de vista cronológico, quanto do aspecto de desempenho, pois performances satisfatórias no emprego também são exigidas nessas cláusulas. Assim, esses mecanismos incentivam o empreendedor a trabalhar forte para agregar valor à companhia, pois são beneficiados diretamente pela valorização do empreendimento. Já o *drag-along* dá ao controlador a garantia de não depender de terceiros para vender a companhia, ao mesmo tempo em que oferece ao acionista minoritário os mesmos termos e condições na venda.

Apesar de existirem ferramentas legais que protejam tanto investidores quanto empreendedores, tais ferramentas são incapazes de blindar as partes de outros tipos de questões em que a assimetria de informação está presente. Seria mesmo cada membro do time de gestão dos empreendedores um profissional competente e qualificado? Como o investidor de *Venture Capital* minimiza essa incerteza? As qualidades que investidores buscam no empreendedor e em sua equipe variam, mas há características gerais de indivíduos altamente qualificados que são constantemente procuradas pelos investidores, como integridade, honestidade intelectual, brilhantismo e facilidade nas relações interpessoais. São todos aspectos que corroboram a imagem de liderança dentro de uma equipe capaz de clarear as coisas em momentos confusos, ambíguos e incertos que estão constantemente presentes em companhias nascentes.

Entra em questão, então, a execução da operação. Muitos empreendedores demonstram confiança, intensidade e dedicação, porém seu senso de visão e habilidade de execução serão testados apenas quando o negócio começar a operar, e são esses elementos que muitas vezes determinam se o empreendimento será bem sucedido ou não. É por isso que investidores de *Venture Capital* buscam empreendedores com visão de futuro do mercado, capazes de executar os objetivos e metas traçadas dentro desse cenário. Nesse sentido, foco e capacidade de priorizar os objetivos e metas são habilidades que conferem ao empreendedor maior credibilidade na solução de problemas, adaptação e uso efetivo dos recursos disponíveis.

3 – O papel do investidor no auxílio ao empreendedor

O papel do investidor de *Venture Capital* não se encerra depois que o investimento é feito. Geralmente, esses investidores têm um desempenho ativo no desenvolvimento e crescimento de suas empresas de portfólio. Isso pode ocorrer de diversas maneiras e por meio de diversos mecanismos, como, por exemplo, a participação no Conselho de Administração da companhia, o envolvimento nas decisões estratégicas da empresa e também na formação e construção de uma rede de contatos relevante e construtiva para as operações e negócios da firma. Por meio da sua governança ativa, investidores de *Venture Capital* têm a oportunidade de transferirem seus recursos e competências (habilidades, expertise, reputação) para a empresa investida, dependendo sempre da estratégia de participação daquele investidor e do estágio específico em que a empresa se encontra. Empresas em *early stage*, por exemplo, geralmente requerem maior envolvimento ativo do investidor.

A habilidade do investidor de gerar valor às firmas investidas é característica fundamental para a existência do mercado de *Venture Capital*. Empresas investidas por fundos de *Venture Capital* crescem consideravelmente mais rápido do que firmas sem o investimento. A razão para isso está justamente nas contribuições pós-investimento dos investidores. Entre essas contribuições, estão entre as mais significativas:

- (i) Aconselhamentos e auxílio relacionados a questões financeiras da companhia;
- (ii) Auxílio em questões jurídicas e legais relacionadas a contratos e funcionários;
- (iii) Montagem de uma vasta e colaborativa rede de relacionamentos;
- (iv) Avaliações e sugestões de novas ideias e estratégias;
- (v) Gestão estratégica da companhia;
- (vi) Recrutamento e indicação de funcionários-chave;
- (vii) Colaboração nas decisões de posicionamento da marca e marketing;

Um dos principais desafios ao se tentar mensurar os efeitos da participação de investidores nas atividades da companhia, isto é, em um cenário de monitoramento mais ativo no pós-investimento, é fazer a separação dos efeitos das atividades pré-investimento,

como desenvolver e moldar ideias, escolher o time de gestão e definir o modelo de receitas (Sapienza, 1994). Por isso, existem estudos contraditórios quando se refere ao valor que investidores de *Venture Capital* agregam a suas firmas de portfólio ao monitorá-las mais de perto e ativamente.

Em Gorman e Sahlman (1989), os autores chegam a conclusão de que o envolvimento ativo dos investidores no novo empreendimento de fato agrega valor ao negócio. Já em Fredriksen et al. (1997), os autores encontram uma correlação negativa entre nível de envolvimento dos investidores e performance satisfatória do negócio. Uma das possíveis explicações para isso seria que investidores de *Venture Capital* tendem a reagir apenas quando são requisitados, ou seja, em situações emergenciais como “apagadores de incêndio”. Assim, de fato só estariam envolvidos mais ativamente em empresas do portfólio que enfrentam dificuldades e necessitam de apoio estratégico e decisório.

II – Modelos de avaliação de empresas: afinal, qual o preço justo?

1 – Como aplicar modelos tradicionais de avaliação de empresas a novos empreendimentos?

Durante o processo de desenvolvimento de um plano de negócios e criação de uma empresa, o empreendedor encara muitas incertezas para prever, com relativa precisão, receitas, lucros e o capital necessário para atingir seus objetivos. O desafio de desenvolver projeções financeiras - especialmente as mais detalhadas - para uma empresa em estágio inicial seria, portanto, um ato de imaginação (Sahlman, 1998). Atentos às incertezas, investidores interessados na aquisição de participação em investimentos de *Venture Capital* (VC) buscam, por meio de diversos instrumentos financeiros, precificar da melhor maneira possível esses novos empreendimentos, embora saibam que o valor atribuído ao ativo dificilmente será uma medida exata do negócio (Damodaran, 2007).

Entretanto, o que classifica um investimento como *Venture Capital*? Segundo Carvalho et. al. (2006), um investimento do tipo VC é aquele cujos estágios das empresas que recebem o aporte são: (i) capital semente (iniciais): aportes realizados em etapas ainda pré-operacionais para desenvolver-se a ideia e o projeto; (ii) estruturação (startups): aportes em companhias em períodos de estruturação, normalmente no primeiro ano de operação, quando seus produtos ou serviços ainda não são comercializados, mas a empresa já deu início a contratação de profissionais e ao desenvolvimento final do produto e do plano de marketing; (iii) *Early Stage*: empresas cujos produtos ou serviços já foram testados comercialmente, com até quatro anos de operação e faturamento de no máximo R\$ 8 milhões; e, por fim, (iv) *Later Stage*: a fase de comercialização já foi atingida, mas necessita de mais recursos para expandir rapidamente, melhorar o produto, aumentar a capacidade produtiva e incrementar a distribuição. Mas como atribuir um valor justo aos ativos e no que se baseia o processo decisório do investidor?

Segundo Damodaran (2007), podemos classificar os modelos de avaliação de empresas em quatro categorias: fluxo de caixa descontado, avaliação patrimonial, avaliação relativa e avaliação por direitos contingentes. Entretanto, boa parte dos modelos de avaliação foi desenvolvida para companhias já constituídas, especialmente as de capital aberto. Os estudos de Cumming, Gil e Walz (2009) e Damodaran (2009) inserem-se num

pequeno grupo de artigos que abordam o *valuation* aplicado a novos empreendimentos. Damodaran (2009), por exemplo, atribui a falta de um conjunto de dados adequados e suficientes para startups como grande empecilho para a aplicação das técnicas de estimação dos fluxos de caixa, da taxa de risco e dos retornos. Ainda segundo o autor, muitas vezes nessas novas empresas é comum observar despesas operacionais de três a quatro vezes maiores que as receitas devido à inclusão de despesas associadas à atração e captação de futuros clientes, viesando a linha de despesas operacionais (*SG&A*) no Demonstrativo de Resultados (DRE).

Para avaliar essas novas empresas seria preciso, portanto, separar essas despesas das despesas genuinamente operacionais, tarefa complicada para um analista. Ainda, a combinação dos fatores (i) pouca informação histórica; (ii) altas perdas operacionais e; (iii) alta probabilidade de fraco desempenho inicial; alimenta o modelo de avaliação na tentativa de diminuir as incertezas em torno do negócio, aplicando-se também altas taxas de desconto. Em seguida, avaliaremos os ajustes para os métodos de fluxo de caixa descontado e avaliação relativa que auxiliam na estimação de um valor para o novo empreendimento.

Fluxo de Caixa Descontado

A literatura sugere que, durante o processo de execução de um modelo de fluxo de caixa descontado para uma empresa em estágio inicial, as principais etapas da avaliação sejam: (i) a projeção dos fluxos de caixa esperados a serem gerados pela empresa; (ii) a definição da taxa de desconto de acordo com o risco; e (iii) o desconto desses fluxos de caixa a taxa de desconto estabelecida, ou seja, trazer os fluxos de caixa a valor presente para obter-se, embora com alto grau de subjetividade, o valor da empresa (Damodaran, 2002). Entretanto, conforme já citado, estimar os fluxos de caixa representa um desafio significativo para um analista e por isso Damodaran (2009) apresenta duas maneiras de se abordar o processo de estimação desses fluxos para novos empreendimentos: as abordagens *Top Down* e *Bottom Up*.

Top Down

Inicia-se a metodologia *Top Down* estimando-se o tamanho total e a evolução do mercado do produto ou serviço oferecido pela nova firma. A partir dessa apuração, deriva-se o número da “linha de cima” do demonstrativo de resultados, ou seja, a receita, e quanto seria preciso de capital e capacidade instalada para sustentar essa receita. Nesse processo é importante abranger, a partir do entendimento do tamanho total do mercado e de sua evolução, a participação de mercado que a nova firma potencialmente capturaria no longo prazo. O melhor exercício para isso seria listar os maiores *players* do setor e identificar aonde a firma avaliada, dadas a qualidade e diferenciação de seus produtos/serviços, se posicionaria com o mercado já estabilizado.

Entretanto, outra variável importante deve ser considerada nesse processo: a capacidade de gestão do empreendedor. Muitos indivíduos têm boas ideias para iniciar um novo negócio, mas não possuem as habilidades adequadas de gestão e administração para gerir um empreendimento. Essa é uma das principais razões pela qual investidores de *Venture Capital* buscam empreendedores com histórico de sucesso em suas carreiras. Gerar altas receitas é relevante e significativo, porém o que afere valor a uma companhia é o caixa gerado por ela e o retorno proporcionado aos acionistas, tornando-se de fundamental importância a capacidade não só de criação e venda do empreendedor, mas também de controle e boa administração dos gastos da companhia. O próximo passo da metodologia *Top Down* seria, portanto, estimar as despesas operacionais, associadas às receitas já estimadas. Novamente surge com significativa importância a comparação com companhias já estabelecidas do setor. Uma vez que o analista estabelece uma margem alvo para as despesas operacionais, ele pode estimar a evolução das despesas da nova firma ao longo do tempo.

Outro aspecto crítico para a avaliação é estimar quanto a firma estaria reinvestindo para gerar o crescimento de receitas inicialmente estimado. Isso vale tanto para empresas de manufatura, para aumentar a capacidade instalada, quanto para empresas de tecnologia, para investimentos em pesquisa e desenvolvimento, novas patentes e capital humano. Tais investimentos são importantes, pois representam saídas de caixa, afetando a última linha do demonstrativo de resultados, ou seja, o caixa que poderia ser destinado aos acionistas e

investidores. Além disso, muitas vezes em novas companhias reinvestimentos significam “furar o caixa”, ou seja, fluxos de caixa negativos que exigiriam novas injeções de capital, podendo diluir alguns acionistas ou obrigando-os a realizar novos aportes.

Na parte final da metodologia está a inserção dos efeitos dos impostos, o que representa um desafio para empresas novas, que geralmente apresentam prejuízo no início de suas operações. Deve-se definir sob qual regime tributário a firma irá operar e aplicar as alíquotas de Imposto de Renda e Contribuição Social estabelecidas, chegando assim à linha de lucro líquido da empresa. Por fim, o processo se encerra com uma checagem de consistência interna da avaliação, comparando-se as razões de receita sobre capital investido da empresa avaliada com outras do setor, ou seja, comparar o retorno sobre o capital entre as firmas e o custo desse capital. Um retorno sobre o capital muito acima da média do restante do setor pode indicar uma insuficiência de reinvestimentos ao longo do tempo dadas as receitas esperadas. Ao mesmo tempo, retornos sobre o capital abaixo do custo do capital são indicativos de que os reinvestimento estão muito elevados.

Bottom Up

A metodologia denominada de *Bottom Up* representa uma maneira mais contida de estimar os fluxos de caixa de um negócio. Ao invés de começar a avaliação identificando o tamanho do mercado e construindo as estimativas de cima para baixo a partir das receitas, inicia-se com uma estimativa do investimento em capacidade e a partir dessa estimativa constrói-se as projeções de receita e fluxos de caixa, baseando-se na limitação dessa capacidade. Nesse sentido, a noção de quanto é preciso investir para tirar o negócio do papel determina a capacidade de produção da nova firma. O *trade off* inerente a esse processo está justamente na relação investimento-produção uma vez que, quanto maior o primeiro, maior também o potencial de comercialização do segundo. Contudo, o capital financeiro e humano necessário para sustentar essa capacidade produtiva também terá que ser maior, ou seja, ao considerarmos tanto o capital financeiro quanto o humano como limitados, é possível que tenhamos que aplicar um menor nível de capacidade.

Uma vez definidos os limites de capacidade produtiva, estima-se a quantidade e o preço das unidades de produtos vendidos a cada período. Nesse estágio, consideram-se,

além do mercado potencial para o produto ou serviço, outras companhias atuantes no setor, isto é, as firmas competidoras. A escolha do preço unitário é determinante para a quantidade vendida, mas embora preços menores geralmente representem mais vendas, eles não garantem necessariamente maiores margens operacionais. Com a estimação de quantidade vendida realizada, parte-se então para a análise dos custos da produção em cada período. Essa avaliação não inclui apenas os custos de mercadoria vendida, mas também despesas operacionais como gastos administrativos, de vendas e de marketing, por exemplo. Com as receitas e despesas já estimadas, parte-se para a análise dos impostos previstos em lei que a firma terá que arcar.

É necessário também separar entre as despesas as linhas de depreciação, amortização e receitas e despesas financeiras (gastos com juros) para posteriormente determinar-se o Fluxo de Caixa Livre da Firma (em inglês, *FCFF*), que não considera os custos de dívida da companhia, e o Fluxo de Caixa Livre do Acionista (*FCFE*), que considera esses custos. A determinação do fluxo de caixa livre passa antes, porém, pelos reinvestimentos que a firma fará ao longo do tempo para preservar ou aumentar a geração de renda do negócio, o CAPEX (sigla para *capital expenditure*, em inglês), ou seja, a aquisição de bens de capital (equipamentos e instalações). Outra linha importante é a de necessidade de capital de giro, função do ciclo de caixa da empresa que corresponde à diferença entre ativo circulante e o passivo circulante. Quanto mais longo o ciclo de caixa da companhia, mais tarde a firma recebe e quanto mais cedo ela faz seus pagamentos, maior a necessidade por capital de giro, impactando significativamente o fluxo de caixa da companhia.

Por fim, entende-se como regra geral que a metodologia *Bottom Up* para estimar os fluxos de caixa de um novo empreendimento implicará em menores ganhos e geração de caixa devido à limitação de capacidade estabelecida no início da metodologia. Assim, esse processo é mais adequado para negócios que enfrentam restrições significativas para levantar capital ou são dependentes de pessoas específicas (por exemplo, o restaurante de um chef graduado) para operar com sucesso.

Estimando-se Taxas de Desconto

São precisos dois parâmetros-chave de risco para se estimar os custos de *equity* (capital próprio) e de dívida para a nova firma. O custo de *equity* é estimado a partir do beta, enquanto o custo de endividamento é mensurado a partir do seu risco de *default*. O valor dos pesos de mercado de cada um dos custos é aplicado na metodologia, de modo que encontremos, ao final, o custo de capital da companhia. Entretanto, existem problemas conceituais e de estimação que fazem com que a mensuração de cada um desses elementos se torne mais complexa quando nos referimos a firmas jovens.

- (i) Beta e custo de capital próprio: Como empresas jovens são geralmente pertencentes a poucos donos e poucos fundos de *Venture Capital* (ou nenhum), não faz sentido assumir que o único risco a se considerar seja o risco de mercado. O custo de capital próprio deve incorporar, portanto, riscos específicos à firma e ao negócio. O beta surge como uma nova medida de mensuração de risco não diversificável.
- (ii) Custo da dívida: Dificilmente firmas jovens teriam títulos de dívida no mercado. Por isso, dependem de empréstimos bancários para se endividarem e, portanto, não há notas de crédito que mensurem seu risco de *default*. Mesmo que fosse possível estimar uma nota sintética baseada nos juros pagos e outras taxas, o custo de dívida resultante poderia não capturar precisamente o valor efetivamente pago pelos pequenos empreendimentos, já que nesses casos bancos mudam constantemente o prêmio.

É justamente a confluência desses problemas que é usada como justificativa para o uso de taxas alvo arbitrárias por parte de investidores de *Venture Capital*. Segundo Damodaran (2009), o processo alternativo seria, portanto, construído por meio dos seguintes passos:

1. Médias do setor: Geralmente há empresas do mesmo setor da empresa avaliada que são listadas em bolsa. Os betas dessas firmas seriam usados para se estimar o risco de mercado associado a estar presente nesse determinado segmento de atuação. Tal procedimento requer a utilização da média da regressão dos betas das empresas do setor

listadas em bolsa e a desalavancagem desse beta para, enfim, atingir o beta do empreendimento avaliado.

$$\text{Beta desalavancado para o setor} = \frac{\text{Média da Regressão dos Betas de Empresas Listadas}}{(1+(1-\text{Alíquota de Imposto})\left(\frac{\text{Dívida}}{\text{Patrimônio Líquido}}\right))},$$

em que Dívida/Patrimônio Líquido refere-se ao nível de endividamento da empresa.

2. Ajustes para diversificação (ou ausência de diversificação): Conforme citado anteriormente, a propriedade sobre uma nova empresa geralmente é pouca diversificada, isto é, a empresa possui poucos donos. Assim, para contabilizar a ausência de diversificação, novamente se utilizam indicadores de companhias listadas em bolsa. As mesmas regressões que denotam os betas de mercado para essas companhias também provêm uma estimativa de quanto do risco ligado a essas empresas vem do mercado. Dividindo-se o beta de mercado pela correlação de empresas listadas em bolsa com o mercado chegamos a uma versão ampliada do beta (denominada Beta Total) que captura todo o risco de estar em um setor específico de atuação no mercado, e não apenas o risco geral do mercado.

$$\text{Beta Total} = \frac{\text{Beta de Mercado}_{\text{Firmas Listas no Setor}}}{\text{Correlação com o Mercado}_{\text{Firmas Listadas no Setor}}}$$

O beta total será maior que o beta de mercado e o custo de capital próprio resultante irá refletir o custo de capital próprio para o investidor que está investido apenas nesse empreendimento. Conforme a firma expande, tende a atrair mais investidores de *Venture Capital* cujos portfólios concentram-se e um ou poucos setores. Assim, o portfólio do investidor de *Venture Capital* será mais correlacionado com o mercado do que o de uma companhia individualmente, enquanto o beta total para investidor será menor:

$$\text{Beta Total}_{VC} = \frac{\text{Beta de Mercado}_{\text{Firmas Listas no Setor}}}{\text{Correlação com o Mercado}_{\text{Portfólio VC}}}$$

Assim, conforme a firma se desenvolve e atrai mais investidores diversificados, ela experimentará custos de capital próprio menores. O custo de capital próprio convergirá, enfim, para o beta de mercado quando a firma abrir capital ou for vendida para uma companhia aberta.

3. O uso de dívida e seus custos: A ausência de uma nota de crédito muitas vezes é usada como justificativa para a utilização de custos de dívida arbitrários. Entretanto, notas de crédito sintéticas podem ser estimadas para qualquer firma utilizando-se indicadores financeiros disponíveis inclusive para empresas não listadas. Assim, um índice de cobertura de juros pode ser computado para um pequeno negócio e utilizado para mensuração de uma classificação sintética, chegando, portanto, a um custo de dívida pré-impostos.
4. Tendências de Gestão e Médias do Setor: Muitos donos de firmas jovens e iniciantes preferem não utilizar o instrumento da dívida em seus primeiros anos e os custos de um possível endividamento tornam-se pouco claros para esses empreendedores. Quando esse momento de incerteza acontece, basear-se novamente nas empresas listadas e na média das proporções de dívida do mercado seria uma maneira mais confiável de aproximar-se de um custo de dívida razoável.
5. Mudanças esperadas ao longo do tempo: Conforme uma empresa jovem se desenvolve e cresce, mudam as percepções de risco e geração de caixa a respeito dessa empresa. As expectativas são construídas justamente em cima das mudanças previstas de receita e geração de caixa para a empresa. Para preservar a consistência da análise, deve-se permitir, portanto, que os custos de *equity*, dívida e capital para a companhia mudem ao longo do tempo. Assim, uma empresa pertencente apenas ao seu fundador, por exemplo, veria não apenas seu custo de *equity* cair ao longo do tempo conforme atrai mais investidores diversificados, mas também estaria mais aberta para o uso de dívida, conforme as receitas tornam-se maiores e recorrentes.

Assim, a partir da mensuração do beta e de sua utilização para medir o risco não diversificável, obtemos na relação de risco x retorno a equação para o custo do capital próprio (K_e) da companhia:

$$K_e = R_f + [Beta * (K_m - R_f)] , \text{ em que:}$$

K_e = Custo do Capital Próprio

R_f = Taxa de retorno livre de risco

K_m = Retorno esperado do mercado

A partir da mensuração do custo de capital próprio (K_e) e do custo da dívida (K_d), podemos auferir o custo médio ponderado de capital (CMPC) para a empresa avaliada pela equação:

$$CMPC = K_e * \frac{E}{D+E} + K_d * (1 - t) * \frac{D}{D+E} , \text{ em que:}$$

$\frac{E}{D+E}$ = Proporção do Capital Próprio sobre Capital Total

$\frac{D}{D+E}$ = Proporção da dívida sobre o capital total

$1 - t$ = Benefício fiscal da dívida. Por ter dívida, a empresa paga menos impostos.

Temos, assim, a taxa de desconto para os fluxos de caixa projetados.

Valor Terminal

É preciso lidar com mais um componente nesse estágio final de análise de quanto vale uma nova empresa: determinar o que acontece no final do período projetado, isto é, as premissas que levam ao valor que atribuíamos ao negócio no final da metodologia. Trata-se do Valor Terminal. Em algum ponto do futuro, é preciso parar as estimações tanto para diminuir as incertezas, quanto para fins de praticidade. Assim, o Valor Terminal representa uma parte significativa do valor de uma empresa, principalmente quando se trata de uma

companhia pequena ou nova com fluxos de caixa negativos. Existem três maneiras de se estimar o valor terminal para uma nova empresa:

- (i) Avaliar a empresa com premissas razoáveis de fluxos de caixa crescente na perpetuidade. O Valor Terminal pode ser escrito como uma função da taxa de crescimento da economia e do excesso de retorno que acompanha a taxa de crescimento (com excesso de retorno definido como a diferença entre o custo do capital e o crescimento da economia). Assim:

$$\text{Valor Terminal} = \frac{[FC_n * (1 + g)]}{(i - g) * (1 + i)^n}$$

Em que, g = taxa de crescimento da economia, i = custo do capital e n = último período de estimação.

- (ii) Se as premissas de geração de fluxo de caixa na perpetuidade forem dependentes da presença uma pessoa chave na companhia ou se o negócio for demasiadamente pequeno, podemos estimar o Valor Terminal ao construir premissas sobre quanto tempo espera-se que os fluxos de caixa perdurem e estimando o valor presente desses fluxos de caixa. Considerando n o número de períodos de existência da firma, r o custo do capital e g a taxa de crescimento da firma, temos:

$$\text{Valor Terminal} = \frac{\text{Fluxo de Caixa Livre da Firma} * (1 + g) * \left(1 - \frac{(1 + g)^n}{(1 + r)^n}\right)}{r - g}$$

- (iii) A premissa mais conservadora a respeito do Valor Terminal é que a firma seja liquidada no final do período de previsão e que o resgate do valor dos ativos que a firma acumulou ao longo do tempo represente seu Valor Terminal.

Das três maneiras apresentadas de se estimar o Valor Terminal de uma empresa, a mais correta dependerá das características da firma avaliada. Se o sucesso do empreendimento estiver condicionado a um IPO ou compra por uma empresa listada, o modelo de crescimento perpétuo faz mais sentido. Já se a firma avaliada tiver projeções menores e menos ambiciosas, em que o sucesso seria sobreviver durante o período projetado entregando fluxos de caixa, assumir um limite finito para a duração dos fluxos de caixa dará um valor mais razoável para a firma. Por fim, o valor da liquidação se encaixa melhor para negócios com prazo limite de duração de suas operações.

O Valor Presente do empreendimento, pelo método do fluxo de caixa descontado após a mensuração de suas variáveis ajustadas para o caso de uma nova firma seria, portanto:

$$Valor\ Presente = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Fluxo\ de\ Caixa\ Livre\ da\ Firma_t}{(1+r)^t} + Valor\ Terminal$$

Avaliação Relativa

A essência da avaliação relativa está em avaliar uma empresa baseando-se no preço que o mercado paga por firmas similares do mesmo setor. Esse exercício torna-se significativamente mais desafiador por estarmos tratando de firmas muito novas, que geralmente têm muito pouco ou nada a apresentar em termos de resultados operacionais. Muitos analistas focam suas avaliações nos preços das transações efetuadas no mesmo setor da nova firma, enquanto outros preferem analisar as companhias do setor de capital aberto e tentam ajustar o *valuation* de acordo com os diferentes fundamentos.

Múltiplos de Transações Privadas

Ao se avaliar uma empresa em estágio inicial, parece lógico olhar para o histórico de transações privadas e entender quanto outros investidores pagaram por empresas similares no passado. Esse é o principal fundamento sob o qual os múltiplos de transações privadas são baseados. Coletam-se os dados do valor de transação de outras novas firmas privadas similares em tamanho e estágio de crescimento que foram compradas por

investidores ou outras firmas. A partir daí define-se uma variável comum a esses valores (receitas, lucro operacional ou até mesmo um dado específico do setor em questão) e computa-se o múltiplo que os compradores têm praticado. Aplicando-se esse múltiplo à variável da firma avaliada estamos estimando o valor justo da companhia.

Entretanto, existem potenciais problemas na aplicação de modelos de avaliação relativa para firmas pequenas e iniciantes com os quais devemos lidar. São eles:

- (i) Diferenças temporais: Transações privadas não são tão frequentes, o que reflete o fato de que negócios privados ligados ao mesmo setor não serão comprados e vendidos diversas vezes num curto período de tempo. Diferentemente de firmas listadas em bolsa, em que seus preços correntes podem ser usados para computar os múltiplos para todas as firmas no mesmo espaço de tempo, transações privadas são muitas vezes dispersas ao longo do tempo, o que aumenta a incerteza e a exposição da transação a aspectos conjunturais.
- (ii) Variáveis de escala: Para comparar empresas com diferentes escalas, geralmente se divide seus preços de mercado por uma variável padronizada. Em companhias listadas, essa metodologia pode tomar a forma de receitas (Preço/Vendas, Valor da Empresa/Vendas, Preço/Lucro, Valor da Empresa/EBITDA) ou valor contábil (patrimônio líquido). Entretanto, para transações privadas essas aplicações não são utilizadas facilmente. Primeiro, porque firmas jovens têm muito pouco a mostrar em termos de receitas e ganhos, e o que mostram, muitas vezes não reflete o real potencial do negócio em si. Depois, por não precisarem cumprir diversas exigências regulatórias sujeitas a empresas abertas, existem grandes diferenças nos padrões de contabilidade de empresas privadas e estas diferenças podem resultar em indicadores comparativos que não são completamente equivalentes, dificultando a análise por múltiplos.

Então, em que circunstâncias seria apropriado utilizar dados de transações privadas para avaliar um novo empreendimento? A análise torna-se mais complicada para negócios

únicos ou incomuns, porém se decidirmos aplicar a metodologia para avaliar pequenas e jovens empresas, existem algumas práticas que podem oferecer maior robustez à análise:

- (i) Escala de variáveis que são menos afetados por escolhas discricionárias: Como alternativa para o problema das grandes diferenças nos padrões contábeis e operacionais em companhias privadas, podemos nos concentrar em variáveis onde a escolha discricionária importa menos. Por exemplo, múltiplos de receitas (que são mais difíceis de manipular) devem ser preferidos a múltiplos de lucro. Poderíamos até mesmo atribuir valor para aspectos específicas do negócio avaliado, como por exemplo o número de doentes em um hospital ou o número de clientes de uma empresa de locação de equipamentos.
- (ii) Começar com uma base de dados abrangente e ajustada às diferenças temporais: Períodos de instabilidade podem viesar a avaliação, como ocorreu, por exemplo, entre junho de e dezembro de 2008, devido a crise financeira, em que diversas transações ocorreram com diferenças significativas de preço dada a instabilidade e incertezas envolvidas.
- (iii) Foco na diferença entre os fundamentos: A noção de que os fundamentos da companhia, i.e., crescimento, fluxo de caixa e risco, determinam seu valor não pode ser abandonada por causa da aplicação da avaliação relativa. O valor estimado parecerá sempre mais confiável se forem coletados outros dados de transações passadas que corroborem esses fundamentos. Utiliza-se, portanto, não somente valores das transações, mas também crescimento de receitas do negócio antes do investimento e o tempo de vida da empresa, para refletir risco e maturidade. Explorando-se os dados é possível que se encontre uma relação entre o valor da transação e as variáveis escolhidas, na tentativa de aproximar-se sempre de um *valuation* mais preciso.

Múltiplos Públicos

É tarefa mais fácil obter dados de transações e múltiplos de empresas de capital aberto. O perigo, porém, é que estaríamos estendendo os métodos de precificação de caráter mais maduro, isto é, de empresas grandes de capital aberto, para uma empresa jovem privada. Quais seriam, então, os potenciais problemas da utilização de dados de companhias listadas e quais as possíveis soluções para, ao adotarmos essa metodologia em novas companhias, chegarmos a um valor aproximado do justo para a empresa analisada?

As dificuldades enfrentadas ao se aplicar múltiplos de mercado aberto para jovens empresas privadas são relativamente óbvias:

- (i) O ciclo da vida afeta os fundamentos: Se aceitarmos a premissa de que somente jovens empresas que passem bem sucedidas pela fase inicial do seu ciclo de vida podem vir a se tornarem de capital aberto, também temos que aceitar que as empresas de capital aberto terão fundamentos diferentes das empresas privadas. Empresas de capital aberto tendem a ser maiores, têm menos potencial de crescimento e possuem mercados mais estabelecidos do que companhias privadas. Estas diferenças se manifestam nos múltiplos que investidores pagam para as empresas listadas em bolsa.
- (ii) Sobrevivência: Justamente pelo pouco tempo de vida e maturidade, jovens empresas têm mais chances de falhar. No entanto, essa probabilidade tende a diminuir à medida que as empresas estabelecem seus produtos no mercado experimentam crescimentos maiores e mais robustos. Como empresas que abrem capital têm maior chance de sobrevivência, elas são negociadas a valores de mercado mais altos para qualquer variável, seja receita, lucro ou valor contábil, mantendo tudo o resto (crescimento e risco) constante.
- (iii) Investidores diversificados x não diversificados: quando discutimos a estimativa de risco e taxas de desconto para jovens empresas privadas, observamos as diferentes perspectivas de risco que investidores diversificados têm sobre empresas públicas em relação a investidores de

Private Equity e *Venture Capital* em empresas privadas e como esta diferença pode se manifestar com maiores custos de aquisição para investidores de PE e VC. Portanto, quando usamos múltiplos de lucros ou receitas obtidos a partir de uma amostra de empresas de capital aberto com investidores diversificados para se avaliar uma empresa privada com investidores não diversificados, tendemos a sobrevalorizar o valor dessa empresa.

- (iv) Variável de escala: Empresas jovens muitas vezes têm muito pouca ou nenhuma receita para mostrar no ano em curso e muitas estarão inclusive perdendo dinheiro. Seu valor contábil também é inexpressivo. Assim, aplicar um múltiplo a qualquer uma destas medidas resultará em avaliações imprecisas.
- (v) Liquidez: Uma vez que a participação em empresas de capital aberto é mais líquida do que em empresas privadas, o valor obtido por meio de múltiplos públicos vai ser muito alto se aplicado para uma empresa privada.

Para aplicar a avaliação relativa a novos empreendimentos privados, avalia-se a empresa do ponto de vista do que ela pretende ser, e não o que é hoje. Existem práticas simples que podem não só evitar erros significativos de avaliação, mas também levar a valores mais precisos:

- (i) Uso de receitas e lucros futuros: Um dos problemas observados com o uso de múltiplos em empresas jovens é que as operações correntes da companhia não oferecem muito em termos de resultados tangíveis: as receitas são muito pequenas e lucros são negativos. Uma solução é projetar os resultados operacionais da empresa e usar essas receitas e lucros como a base para a avaliação. Assim, se avalia o valor da empresa no ponto do tempo futuro adotado.

- (ii) Ajuste do múltiplo de acordo com as características da firma no período de avaliação: Se estamos analisando o valor da empresa daqui a certo período de tempo, como cinco anos, por exemplo, é preciso estimar um múltiplo apropriado para a empresa naquele momento e não hoje. Por exemplo, uma empresa que se espera que apresente crescimento de receitas de 40% ao ano nos seus cinco primeiros anos: após atingir maior estabilidade e um certo grau de desenvolvimento, a partir do ano 5 espera-se um crescimento das receitas de 10% ao ano. Neste caso, o múltiplo aplicado às receitas no ano 5 deveria refletir o crescimento de 10%, e não os 40% anteriores.

Conclusão

Empresas pré-operacionais ou ainda muito jovens são as mais difíceis de aplicar os modelos de precificação de empresas tradicionais e, por isso, tais modelos demandam ajustes. Uma vasta combinação de fatores como históricos curtos e pouco informativos, perdas operacionais e a alta probabilidade de fracasso alimentam as diferentes práticas de avaliação, buscando evitar lidar com a incerteza ao se valerem da combinação de múltiplos futuros e taxas de desconto arbitrárias.

Neste capítulo, foram demonstrados processos e ajustes que podem ser aplicados a modelos de avaliação tradicionais na precificação de jovens empresas. Ainda que esses ajustes exijam que estimemos aspectos difíceis de se prever, eles ainda nos são úteis à medida que diminuem as incertezas e nos fazem entender melhor aspectos significantes de empreendimentos iniciantes.

III – Estudo de caso: a criação de uma empresa de produtos pet a partir de um investimento de *Venture Capital*

1 – Apresentando a oportunidade, a proposta de produto e o cenário da indústria pet no Brasil:

A ideia de criar uma empresa de artigos e acessórios para animais de estimação surgiu em 2011. Os quatro sócio fundadores passaram cerca de um ano realizando pesquisas de mercado, desenvolvendo a estratégia para a nova marca, definindo os principais produtos a serem comercializados e realizando diversas viagens à China para buscar um fornecedor de qualidade. Entretanto, a partir de um momento, os sócios passaram pelo questionamento que todo empreendedor passa na formação de sua empresa: como se financiar? Os sócios não tinham capital próprio para investir no negócio. A princípio, então, definiram que desenvolveriam um protótipo com dinheiro próprio, montariam um plano de negócios e buscariam um parceiro capitalista para investir na nova empresa. Com o capital de um fundo de *Venture Capital*, o novo empreendimento poderia sair do papel.

O plano de negócios da companhia chegou a um fundo de *Venture Capital* sediado no Rio de Janeiro, que demonstrou interesse pela oportunidade. Com o plano de negócio em mãos, o time de analistas da empresa de *Venture Capital* pôde examinar os fundamentos iniciais do investimento, começando pelo histórico dos empreendedores. Todos os sócios tinham menos de 30 anos de idade, mas um histórico robusto em suas carreiras profissionais. Dois deles eram graduados em hotelaria pela Universidade da Flórida, nos EUA, e haviam trabalhado em grandes marcas do varejo de moda brasileiro e norte-americano como consultores de *marketing*. Conheciam bem o perfil do consumidor alvo para a nova empresa, pois trabalhavam diretamente com marcas de *lifestyle* com uma estratégia de atingir o público jovem, mesma tática da nova marca. Além disso, ambos já haviam criado e vendido um site dedicado ao *e-commerce* de roupas. O primeiro assumiria o papel de Presidente da nova empresa, enquanto o segundo seria o Diretor Criativo. O terceiro empreendedor vinha de uma sólida formação em Administração em uma conceituada universidade no Rio de Janeiro e havia trabalhado os últimos sete anos em um grande banco de investimentos internacional. Tinha todos os requisitos necessários para ser o Diretor Financeiro da nova companhia, além de principal negociador com o fundo de

Venture Capital. O quarto sócio se formou em *Marketing*, pela Universidade de Miami, nos EUA, e trabalhou por anos no departamento artístico de uma das maiores operadoras de televisão da América Latina. Na nova companhia, seria o responsável pela gestão de projetos, desenvolvimento de produtos e campanhas de marketing.

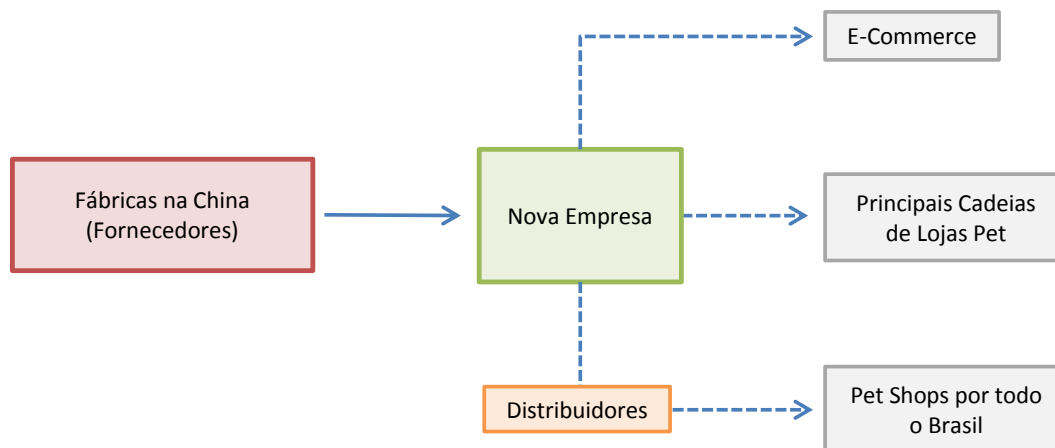
Apresentados os currículos dos empreendedores, não havia dúvidas para os analistas de que se tratava de profissionais capacitados e, apesar da pouca idade, experiência significativa nos campos de finanças e varejo. Passada essa etapa, os analistas buscaram analisar a oportunidade em si: o que a empresa faria, qual a estratégia, o produto e o modelo de receitas. O modelo passado envolvia a comercialização de três acessórios principais para cães: coleiras, guias e peitorais. Além desses produtos, a empresa também comercializaria potes para ração, bandanas, porta-chaves customizados e camas para os cachorros. Mas onde estaria o grande diferencial, a grande ideia para transformar a nova empresa em uma gigante e justificar o investimento? Os empreendedores apresentaram três estratégias que colocariam a empresa a frente de outras companhias antigas da indústria pet:

- (i) Gancho ultra resistente: Durante suas pesquisas de mercado e produto, os empreendedores descobriram que uma das grandes causas de mortes prematuras de cachorros era devido a atropelamentos ocasionados pela entrada do cachorro na pista para automóveis. Isso ocorria porque os ganchos usados na maioria das guias no mercado era de qualidade ruim. Assim, durante o passeio com o dono, o cachorro ao forçar a coleira, conseguia se desprender e corria em direção aos carros. Por isso, os empreendedores desenvolveram, patentearam e implementaram o super gancho, capaz de aguentar até 230 Kg de força nas guias de tamanho G e até 115 Kg nas guias de tamanho P.
- (ii) Proposta *lifestyle*: A ideia dos sócios não era apenas comercializar acessórios que o mercado e os clientes já estavam acostumados. Em geral, o mercado pet sempre experimentou produtos de baixa qualidade, com pouco design atrelado e falta de criatividade na estética. A proposta da nova

companhia era inovar o mercado, buscando atingir a um público mais jovem e com uma estratégia de implementar um produto que misturasse boa qualidade com um forte design, isto é, estampas diferentes, criativas e que atendessem ao gosto do consumidor padrão de grandes marcas de moda urbana e jovem. Os sócios almejavam criar uma verdadeira experiência de consumo, em que o dono de um cachorro, ao adquirir um produto da marca, estaria presenteando não só o animal, mas também a si mesmo, com um produto diferenciado e moderno.

- (iii) Gerar valor intangível à marca: a grande inspiração dos sócios vinha de marcas internacionais como Skullcandy e Paul Frank. O principal valor dessas marcas não vem dos produtos que comercializam, mas sim da sua logo, do seu posicionamento e reconhecimento. Tais marcas estampam diversos produtos ao redor do mundo, seus licenciamentos que geram dinheiro aos fundadores. E era justamente esse valor intangível da marca que os sócios da nova empresa pet idealizavam como posicionamento ideal para a nova empresa. Foi criado um logo para a marca, cujo objetivo era justamente agregar valor intangível à companhia. Futuramente, conforme a empresa cresce, ganha mercado, reconhecimento e se posiciona, o logo poderia estampar não somente coleiras e guias, mas também roupas, acessórios tecnológicos, mochilas e outros artigos para humanos. Para isso, fazia parte dos planos de marketing da empresa investir em patrocínios para esportes radicais, eventos em praias, parques, além de parcerias com grifes da moda.

Definidos o produto e a estratégia de posicionamento da marca, surge a necessidade de se entender a estratégia de vendas da nova empresa. No plano de negócios, os empreendedores definiram como estratégia para o primeiro ano da companhia, o foco na operação de atacado e *e-commerce*. No campo do atacado, a operação seria realizada via distribuidores para as pequenas pet shops espalhadas pelo Brasil. As grandes cadeias de lojas pet seriam atendidas diretamente pela nova firma, assim como a operação de *e-commerce*. Assim, a estratégia operacional estaria estruturada da seguinte forma:



Em seus trabalhos de pesquisa, os empreendedores identificaram as principais cadeias de lojas pet tanto no Brasil, além de identificarem e iniciarem relacionamento com os principais distribuidores. Ainda, como estratégia de divulgação da marca a esses lojistas, distribuidores e inclusive consumidores finais, os empreendedores pretendiam participar de três das maiores feiras de produtos pet do mundo, sediadas em Las Vegas, Orlando e São Paulo, o que demandaria gastos em marketing e viagens.

Discutidas as questões de produto, posicionamento da marca, estratégia de venda, operações, fornecedores, equipe e consumidores, o investidor de *Venture Capital* parte para a análise do mercado em que aquela nova firma se insere, para depois abordar questões financeiras e de *valuation*. De acordo com a Associação Brasileira da Indústria de Produtos para Animais de Estimação (Abinpet):

- Brasil representa o segundo maior mercado pet do mundo, atrás apenas dos EUA.
- O mercado de acessórios pet nos EUA movimenta cerca de R\$ 10 bilhões.
- O Brasil representa, ainda, a quarta maior população total de animais de estimação, sendo 35,7 milhões de cães.
- 35% das residências no Brasil possuem um cachorro. Nos EUA, esse número é de 50%.
- O Brasil possui mais de 25.000 pet shops.
- Os dois maiores varejistas pet têm menos de 5% do mercado, o que denota a fragmentação da indústria.

- Não há marcas conhecidas.

Segundo um relatório de Euromonitor International de novembro de 2012, a venda de produtos pet no Brasil apresentou uma taxa anual de crescimento composto de 10% entre 2007 e 2011, conforme a tabela abaixo:

R\$ Milhões	2007	2008	2009	2010	2011
Produtos Pet	626,3	681	714,6	798,5	919,1
Crescimento %	n/a	8,7%	4,9%	11,7%	15,1%

Fonte: Euromonitor International – Pet Products in Brazil – Novembro 2012

O documento também elabora estimativas para os anos seguintes:

R\$ Milhões	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E
Produtos Pet	1.060,0	1.148,1	1.273,4	1.344,4	1.423,9	1.499,0
Crescimento %	15,3%	8,3%	10,9%	5,6%	5,9%	5,3%

2 – Avaliação da nova companhia de produtos pet

Ao se analisar o tamanho do mercado pet no Brasil em termos de pontos de venda, se constatou a existência de 25.000 lojas dedicadas ao setor. Com a inserção de seu produto diferenciado no mercado, campanhas de marketing e consequente aumento da demanda pelo produto, estimamos que até 2020 a empresa esteja presente em 10% desses pontos de venda, com crescimento gradual até lá.

25.000	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Pontos de Venda	50	175	400	775	1.125	1.500	1.850	2.200	2.500
Market Share %	0,2%	0,7%	1,6%	3,1%	4,5%	6,0%	7,4%	8,8%	10,0%

A companhia, a princípio, comercializaria um mix de 6 diferentes produtos: Guias, coleiras, peitorais, saquinhos coletores, bandanas e porta-chaves. A partir de 2014, novos produtos como camas, perfumes e brinquedos seriam introduzidos. Após o trabalho junto aos fornecedores, os empreendedores estimaram o custo de produção de cada produto, incluindo frete, embalagem e imposto de importação. Aplicaram os mark-ups concordados

para chegar a um preço de venda para distribuidores. Por meio de pesquisas nos pontos de venda, estimou-se também a quantidade de saídas dos produtos. Assim:

Produto	Custo da Mercadoria (R\$)	Markup	Preço de Venda (R\$) (para Distribuidor)
<i>Guia</i>	7,91	2,4	18,75
<i>Coleira</i>	4,31	2,6	11,31
<i>Peitoral</i>	7,21	3,6	25,59
<i>Enforcadores</i>	7,13	1,6	11,31
<i>Saco Coletor</i>	1,71	3,1	5,36
<i>Bandanas</i>	3,66	2,9	10,71
<i>Porta-Chaves</i>	2,02	2,6	5,36
<i>Potes</i>	6,45	1,7	10,71
<i>Camas</i>	15,86	4,1	64,29
<i>Brinquedos</i>	2,33	3,1	7,14
<i>Tapete Higienico</i>	4,42	3,6	15,71
<i>Dry Shampoo</i>	2,33	2,3	5,36
<i>Perfumes</i>	2,33	2,3	5,36

Inserindo premissas de vendas por ponto de venda e giro de estoque, chegamos ao volume de quantidades vendidas por ano por categoria de produto por ponto de venda:

Volume (Unidades)	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
<i>Guia</i>	19	50	75	85	90	90	90	90	90
<i>Coleira</i>	28	75	95	105	115	115	115	118	118
<i>Peitoral</i>	8	21	35	42	60	65	65	65	65
<i>Enforcadores</i>	4	16	28	40	45	50	60	60	60
<i>Saco Coletor</i>	180	360	355	332	314	314	314	314	314
<i>Bandanas</i>	35	90	100	120	141	141	141	141	141
<i>Porta-Chaves</i>	60	150	200	210	210	210	210	210	210
<i>Potes</i>	4	60	71	66	63	63	63	63	63
<i>Camas</i>	4	54	62	58	55	55	55	55	55
<i>Brinquedos</i>	5	20	35	55	79	79	79	79	79
<i>Tapete Higienico</i>	0	50	65	90	100	105	105	105	105
<i>Dry Shampoo</i>	0	20	30	45	45	45	45	45	45
<i>Perfumes</i>	0	20	30	45	45	45	45	45	45

Multiplicando-se os volumes de vendas em unidades por ponto de venda pelo número de pontos de venda e preço unitário de cada produto, chegamos a receita anual do segmento atacado por produto:

Vendas (R\$ milhares)	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Guia	17,8	117,2	527,3	1.195,3	1.898,4	2.531,3	2.953,1	3.585,9	4.218,8
Coleira	15,8	106,0	402,8	890,4	1.462,9	1.950,5	2.275,6	2.832,7	3.332,5
Peitoral	9,6	67,2	335,9	806,2	1.727,5	2.495,3	2.911,2	3.535,0	4.158,8
Enforcadores	2,1	22,6	118,7	339,2	572,4	848,0	1.187,3	1.441,7	1.696,1
Saco Coletor	48,2	241,1	712,4	1.333,3	1.894,7	2.526,2	2.947,3	3.578,8	4.210,4
Bandanas	18,8	120,5	401,8	964,3	1.705,2	2.273,6	2.652,6	3.221,0	3.789,4
Porta-Chaves	16,1	100,4	401,8	843,8	1.263,1	1.684,2	1.964,9	2.385,9	2.806,9
Potes	2,1	80,4	285,0	533,3	757,9	1.010,5	1.178,9	1.431,5	1.684,2
Camas	12,1	433,9	1.496,0	2.799,9	3.978,8	5.305,1	6.189,3	7.515,6	8.841,8
Brinquedos	1,8	17,9	93,8	294,6	631,6	842,1	982,4	1.192,9	1.403,5
Tapete Higienico	0,0	98,2	383,0	1.060,7	1.767,9	2.470,1	2.881,8	3.499,3	4.116,8
Dry Shampoo	0,0	13,4	60,3	180,8	271,2	361,6	421,9	512,3	602,7
Perfumes	0,0	13,4	60,3	180,8	271,2	361,6	421,9	512,3	602,7
Total Atacado	144	1.432	5.279	11.423	18.203	24.660	28.968	35.245	41.465
Crescimento %	n/a	892%	269%	116%	59%	35%	17%	22%	18%

Já para as vendas online, foram feitas estimativas de acessos ao site por mês, taxa de conversão do acesso em compras e ticket médio:

E-Commerce	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Acessos	100.000	800.000	3.000.000	6.500.000	9.000.000	9.000.000	9.000.000	9.000.000	9.000.000
Taxa de Conversão	0,1%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,6%	0,6%	0,6%
Ticket Médio (R\$)	40	40	40	40	40	40	40	40	40
Total E-Commerce (R\$)	4.000	64.000	360.000	1.040.000	1.800.000	2.160.000	2.160.000	2.160.000	2.160.000
Crescimento %	n/a	1500%	463%	189%	73%	20%	0%	0%	0%

A receita esperada seria, portanto:

DRE Pro-Forma (R\$)	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Receitas									
Atacado	144.378	1.432.184	5.279.093	11.422.671	18.202.792	24.660.101	28.967.992	35.244.891	41.464.578
E-Commerce	4.000	64.000	360.000	1.040.000	1.800.000	2.160.000	2.160.000	2.160.000	2.160.000
Total	148.378	1.496.184	5.639.093	12.462.671	20.002.792	26.820.101	31.127.992	37.404.891	43.624.578
Crescimento %	n/a	908%	277%	121%	61%	34%	16%	20%	17%

Assumindo que a empresa operaria num regime de lucro real, com alíquotas de impostos sobre vendas (PIS e COFINS) de respectivamente 0,65% e 3,00%:

DRE Pro-Forma (R\$)	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Receitas									
<i>Atacado</i>	144.378	1.432.184	5.279.093	11.422.671	18.202.792	24.660.101	28.967.992	35.244.891	41.464.578
<i>E-Commerce</i>	4.000	64.000	360.000	1.040.000	1.800.000	2.160.000	2.160.000	2.160.000	2.160.000
Total	148.378	1.496.184	5.639.093	12.462.671	20.002.792	26.820.101	31.127.992	37.404.891	43.624.578
<i>Crescimento %</i>	n/a	908%	277%	121%	61%	34%	16%	20%	17%
Deduções									
<i>PIS</i>	(964)	(9.725)	(36.654)	(81.007)	(130.018)	(174.331)	(202.332)	(243.132)	(283.560)
<i>COFINS</i>	(4.451)	(44.886)	(169.173)	(373.880)	(600.084)	(804.603)	(933.840)	(1.122.147)	(1.308.737)
Total	(5.416)	(54.611)	(205.827)	(454.887)	(730.102)	(978.934)	(1.136.172)	(1.365.279)	(1.592.297)

Para obtermos a linha de Custo de Mercadoria Vendida, multiplicamos o volume vendido por categoria pelo custo de cada produto de acordo com a tabela 2. Contabilizando os custos com transações de cartão de crédito, hospedagem, frete e gateways de pagamento, estabelecemos a margem do E-Commerce como 65%. Assim:

CMV (R\$ milhares)	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
<i>Guia</i>	7,5	49,4	222,5	504,3	801,0	1.068,0	1.246,0	1.513,0	1.780,0
<i>Coleira</i>	6,0	40,4	153,6	339,5	557,8	743,7	867,6	1.080,0	1.270,6
<i>Peitoral</i>	2,7	18,9	94,6	227,0	486,4	702,6	819,7	995,4	1.171,1
<i>Enforcadores</i>	1,3	14,3	74,8	213,8	360,8	534,5	748,4	908,7	1.069,1
<i>Saco Coletor</i>	15,3	76,7	226,8	424,5	603,2	804,3	938,3	1.139,4	1.340,4
<i>Bandanas</i>	6,4	41,2	137,4	329,8	583,2	777,7	907,3	1.101,7	1.296,1
<i>Porta-Chaves</i>	6,1	38,0	151,8	318,8	477,2	636,3	742,3	901,4	1.060,5
<i>Potes</i>	1,3	48,4	171,5	321,0	456,2	608,2	709,6	861,6	1.013,7
<i>Camas</i>	3,0	107,0	369,1	690,7	981,5	1.308,7	1.526,8	1.854,0	2.181,2
<i>Brinquedos</i>	0,6	5,8	30,6	96,0	205,8	274,5	320,2	388,8	457,4
<i>Tapete Higienico</i>	0,0	27,6	107,6	298,1	496,8	694,1	809,8	983,4	1.156,9
<i>Dry Shampoo</i>	0,0	5,8	26,2	78,6	117,9	157,1	183,3	222,6	261,9
<i>Perfumes</i>	0,0	5,8	26,2	78,6	117,9	157,1	183,3	222,6	261,9
CMV Atacado	50	479	1.793	3.921	6.246	8.467	10.003	12.173	14.321

CMV E-Commerce	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
<i>Receita</i>	4.000	64.000	360.000	1.040.000	1.800.000	2.160.000	2.160.000	2.160.000	2.160.000
<i>Margem Bruta</i>	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%	65,0%
Total CMV	1.400	22.400	126.000	364.000	630.000	756.000	756.000	756.000	756.000

Deduzindo o CMV das receitas e impostos sobre vendas, chegamos à margem bruta esperada:

DRE Pro-Forma (R\$)	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Receitas									
<i>Atacado</i>	144.378	1.432.184	5.279.093	11.422.671	18.202.792	24.660.101	28.967.992	35.244.891	41.464.578
<i>E-Commerce</i>	4.000	64.000	360.000	1.040.000	1.800.000	2.160.000	2.160.000	2.160.000	2.160.000
Total	148.378	1.496.184	5.639.093	12.462.671	20.002.792	26.820.101	31.127.992	37.404.891	43.624.578
<i>Crescimento %</i>	n/a	908%	277%	121%	61%	34%	16%	20%	17%
Deduções									
<i>PIS</i>	(964)	(9.725)	(36.654)	(81.007)	(130.018)	(174.331)	(202.332)	(243.132)	(283.560)
<i>COFINS</i>	(4.451)	(44.886)	(169.173)	(373.880)	(600.084)	(804.603)	(933.840)	(1.122.147)	(1.308.737)
Total	(5.416)	(54.611)	(205.827)	(454.887)	(730.102)	(978.934)	(1.136.172)	(1.365.279)	(1.592.297)
CMV									
<i>Custo</i>	(51.670)	(501.830)	(1.918.678)	(4.284.681)	(6.875.702)	(9.222.850)	(10.758.719)	(12.928.647)	(15.076.761)
Lucro Bruto	91.292	939.744	3.514.587	7.723.102	12.396.988	16.618.317	19.233.102	23.110.966	26.955.520
<i>% margem</i>	61,5%	62,8%	62,3%	62,0%	62,0%	62,0%	61,8%	61,8%	61,8%

A partir do Lucro Bruto, passamos a estimar as despesas operacionais da nova companhia, isto é, seu SG&A (sigla para *Selling, General and Administrative Expenses*, em inglês). Começando pela linha de salários, conforme a firma cresce, o efetivo da empresa seria acrescentado por gerentes, coordenadores, funcionários administrativos e estagiários em diversas áreas. As estimativas de salário anual contemplam o salário + encargos trabalhistas. Assim:

ÁREA	SALÁRIO ANUAL + ENCARGOS	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
FINANCEIRO		96.000	108.000	500.375	500.375	608.600	776.950	788.950	897.175	1.173.750
Sócio	199.800	84.000	84.000	199.800	199.800	199.800	199.800	199.800	199.800	199.800
Qntd.		1	1	1	1	1	1	1	1	1
Gerentes	168.350	0	0	168.350	168.350	168.350	336.700	336.700	336.700	505.050
Qntd.		0	0	1	1	1	2	2	2	3
Coordenadores	108.225	0	0	108.225	108.225	216.450	216.450	216.450	324.675	432.900
Qntd.		0	0	1	1	2	2	2	3	4
Estagiários	12.000	12.000	24.000	24.000	24.000	24.000	24.000	36.000	36.000	36.000
Qntd.		1	2	2	2	2	2	3	3	3
COMERCIAL		96.000	384.575	776.950	788.950	1.065.525	1.173.750	1.342.100	1.462.325	1.630.675
Sócio	199.800	84.000	84.000	199.800	199.800	199.800	199.800	199.800	199.800	199.800
Qntd.		1	1	1	1	1	1	1	1	1
Gerentes	168.350	0	168.350	336.700	336.700	505.050	505.050	673.400	673.400	841.750
Qntd.		0	1	2	2	3	3	4	4	5
Coordenadores	108.225	0	108.225	216.450	216.450	324.675	432.900	432.900	541.125	541.125
Qntd.		0	1	2	2	3	4	4	5	5
Estagiários	12.000	12.000	24.000	24.000	36.000	36.000	36.000	36.000	48.000	48.000
Qntd.		1	2	2	3	3	3	3	4	4
PRODUTOS		96.000	96.000	320.025	320.025	488.375	596.600	596.600	596.600	596.600
Sócio	199.800	84.000	84.000	199.800	199.800	199.800	199.800	199.800	199.800	199.800
Qntd.		1	1	1	1	1	1	1	1	1
Gerentes	168.350	0	0	0	0	168.350	168.350	168.350	168.350	168.350
Qntd.		0	0	0	0	1	1	1	1	1
Coordenadores	108.225	0	0	108.225	108.225	108.225	216.450	216.450	216.450	216.450
Qntd.		0	0	1	1	1	2	2	2	2
Estagiários	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000	12.000
Qntd.		1	1	1	1	1	1	1	1	1
MARKETING		96.000	108.000	332.025	500.375	620.600	620.600	788.950	788.950	897.175
Sócio	199.800	84.000	84.000	199.800	199.800	199.800	199.800	199.800	199.800	199.800
Qntd.		1	1	1	1	1	1	1	1	1
Gerentes	168.350	0	0	0	168.350	168.350	168.350	336.700	336.700	336.700
Qntd.		0	0	0	1	1	1	2	2	2
Coordenadores	108.225	0	0	108.225	108.225	216.450	216.450	216.450	216.450	324.675
Qntd.		0	0	1	1	2	2	2	2	3
Estagiários	12.000	12.000	24.000	24.000	24.000	36.000	36.000	36.000	36.000	36.000
Qntd.		1	2	2	2	3	3	3	3	3
OPERAÇÃO CHINA		60.000	60.000	60.000	60.000	120.000	120.000	120.000	120.000	120.000
Coordenadores	60.000	60.000	60.000	60.000	60.000	120.000	120.000	120.000	120.000	120.000
Qntd.		1	1	1	1	2	2	2	2	2
ADMINISTRATIVO		36.075	36.075	72.150	144.300	180.375	180.375	252.525	252.525	288.600
Estoquistas	36.075	36.075	36.075	72.150	108.225	144.300	144.300	180.375	180.375	216.450
Qntd.		1	1	2	3	4	4	5	5	6
Secretárias	36.075	0	0	0	36.075	36.075	36.075	72.150	72.150	72.150
Qntd.		0	0	0	1	1	1	2	2	2
Total Salários	-	480.075	792.650	2.061.525	2.314.025	3.083.475	3.468.275	3.889.125	4.117.575	4.706.800

Quantos aos gastos com marketing, como se trata de uma marca nova e com uma proposta de marketing e posicionamento bastante agressiva, os primeiros anos são cruciais para o estabelecimento e reconhecimento da marca por isso exigem maiores gastos. Essas despesas são refletidas como percentuais da receita líquida da companhia e contemplam marketing online, off-line, patrocínios e participações em grandes feiras internacionais.

Marketing	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Receita Líquida	142.962	1.441.573	5.433.266	12.007.784	19.272.690	25.841.167	29.991.821	36.039.613	42.032.281
% Marketing	120%	30%	20%	20%	15%	15%	15%	12%	12%
Total	171.554	432.472	1.086.653	2.401.557	2.890.904	3.876.175	4.498.773	4.324.754	5.043.874

Em termos de despesas administrativas, contemplamos os gastos com concessionárias (contas de luz, água, gás), material de escritório, sistemas, contabilidade e aluguel. A empresa manterá dois aluguéis: o de escritório e o de estoque, que crescerão conforme a firma cresce e contrata mais funcionários e mantém mais estoque.

Despesas Administrativas	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
<i>Aluguel Escritório</i>	60.000	60.000	96.000	96.000	144.000	144.000	144.000	144.000	144.000
<i>Aluguel Estoque</i>	24.000	24.000	36.000	36.000	96.000	96.000	120.000	120.000	120.000
<i>Material de Escritório</i>	25.000	50.000	75.000	93.750	117.188	128.906	135.352	142.119	149.225
<i>Contabilidade</i>	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000	45.000
<i>Concessionárias</i>	36.000	36.000	36.000	72.000	72.000	72.000	96.000	96.000	96.000
<i>TI</i>	36.000	36.000	36.000	60.000	60.000	60.000	60.000	60.000	60.000
<i>Outros</i>	22.600	25.100	32.400	40.275	53.419	54.591	60.035	60.712	61.423
Total	248.600	276.100	356.400	443.025	587.606	600.497	660.387	667.831	675.648

Estima-se, também, que a firma incorrerá em altas despesas com viagens dos sócios e funcionários. Isso porque os fornecedores estão na China, o que demanda uma série de viagens para fins de negociação, relacionamento e *sourcing* de novas fábricas, dada a estratégia de aumentar o mix de produtos. Além disso, a presença em grandes feiras internacionais exige compra de passagens, hospedagem e alimentação. Estimamos essas despesas como uma porcentagem decrescente da receita líquida, conforme a figura abaixo:

Despesas Viagens	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Receita Líquida	142.962	1.441.573	5.433.266	12.007.784	19.272.690	25.841.167	29.991.821	36.039.613	42.032.281
% Viagens	20%	10%	3,0%	1,50%	1,00%	0,75%	0,75%	0,75%	0,75%
Total	28.592	144.157	162.998	180.117	192.727	193.809	224.939	270.297	315.242

Fechando as despesas operacionais, estimaremos as despesas comerciais da nova firma. Nessas despesas estão contempladas comissões de venda, frete de envio de produtos e campanhas de venda (eventos, feiras pet, etc.). Estimaremos um percentual correspondente de 2,5% a 5% da receita bruta.

Despesas Comerciais	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Receita Bruta	148.378	1.496.184	5.639.093	12.462.671	20.002.792	26.820.101	31.127.992	37.404.891	43.624.578
% Comercial	15%	5%	4,5%	4,00%	4,00%	3,50%	3,50%	3,00%	3,00%
Total	22.257	74.809	253.759	498.507	800.112	938.704	1.089.480	1.122.147	1.308.737

Chegamos, então, lucro operacional da companhia, seu EBITDA (da sigla *Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*, em inglês), que corresponde ao lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortizações:

DRE Pro-Forma (R\$)	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Receitas									
<i>Atacado</i>	144.378	1.432.184	5.279.093	11.422.671	18.202.792	24.660.101	28.967.992	35.244.891	41.464.578
<i>E-Commerce</i>	4.000	64.000	360.000	1.040.000	1.800.000	2.160.000	2.160.000	2.160.000	2.160.000
Total	148.378	1.496.184	5.639.093	12.462.671	20.002.792	26.820.101	31.127.992	37.404.891	43.624.578
<i>Crescimento %</i>	n/a	908%	277%	121%	61%	34%	16%	20%	17%
Deduções									
<i>PIS</i>	(964)	(9.725)	(36.654)	(81.007)	(130.018)	(174.331)	(202.332)	(243.132)	(283.560)
<i>COFINS</i>	(4.451)	(44.886)	(169.173)	(373.880)	(600.084)	(804.603)	(933.840)	(1.122.147)	(1.308.737)
Total	(5.416)	(54.611)	(205.827)	(454.887)	(730.102)	(978.934)	(1.136.172)	(1.365.279)	(1.592.297)
CMV									
<i>Custo</i>	(51.670)	(501.830)	(1.918.678)	(4.284.681)	(6.875.702)	(9.222.850)	(10.758.719)	(12.928.647)	(15.076.761)
Lucro Bruto	91.292	939.744	3.514.587	7.723.102	12.396.988	16.618.317	19.233.102	23.110.966	26.955.520
<i>% margem</i>	61,5%	62,8%	62,3%	62,0%	62,0%	62,0%	61,8%	61,8%	61,8%
SG&A									
<i>Salários</i>	(480.075)	(792.650)	(2.061.525)	(2.314.025)	(3.083.475)	(3.468.275)	(3.889.125)	(4.117.575)	(4.706.800)
<i>Despesas Administrativa:</i>	<i>(248.600)</i>	<i>(276.100)</i>	<i>(356.400)</i>	<i>(443.025)</i>	<i>(587.606)</i>	<i>(600.497)</i>	<i>(660.387)</i>	<i>(667.831)</i>	<i>(675.648)</i>
<i>Comercial</i>	(22.257)	(74.809)	(253.759)	(498.507)	(800.112)	(938.704)	(1.089.480)	(1.122.147)	(1.308.737)
<i>Marketing</i>	(171.554)	(432.472)	(1.086.653)	(2.401.557)	(2.890.904)	(3.876.175)	(4.498.773)	(4.324.754)	(5.043.874)
<i>Despesas com Viagens</i>	(28.592)	(144.157)	(162.998)	(180.117)	(192.727)	(193.809)	(224.939)	(270.297)	(315.242)
Total	(951.078)	(1.720.188)	(3.921.335)	(5.837.230)	(7.554.823)	(9.077.459)	(10.362.703)	(10.502.603)	(12.050.301)
EBITDA	(859.786)	(780.445)	(406.748)	1.885.872	4.842.164	7.540.858	8.870.399	12.608.363	14.905.219
<i>% margem</i>	-579,5%	-52,2%	-7,2%	15,1%	24,2%	28,1%	28,5%	33,7%	34,2%

Abaixo da linha de EBITDA, estimaremos a depreciação e amortização. Como a firma não possui fábricas ou máquinas ou outros bens de capital, a depreciação fica por conta de ativos comprados para montagem do escritório, entre outras pequenas aquisições. Para isso, devemos estimar também o CAPEX (*Capital Expenditure*, em inglês), que corresponde aos gastos com bens de capital. O investimento inicial em sistemas, mobília e materiais de informática é de R\$100.000,00. Considerando-se uma depreciação em cinco anos, temos:

PP&E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Saldo Inicial	0	100.000	150.000	170.000	186.000	198.800	209.040	217.232	223.786
CAPEX	100.000	70.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
Depreciação	0	(20.000)	(30.000)	(34.000)	(37.200)	(39.760)	(41.808)	(43.446)	(44.757)
Saldo Final	100.000	150.000	170.000	186.000	198.800	209.040	217.232	223.786	229.028

Abaixo da linha de depreciação, temos a linha de despesa com juros. Contudo, como a firma demanda um investimento de *Venture Capital* e espera com isso atingir o capital necessário para sustentar-se sem a necessidade de dívida, não incluiremos a contratação de dívidas na avaliação. Também não serão consideradas receitas financeiras. A última linha antes do lucro líquido é a de impostos sobre lucro. Trata-se do Imposto de Renda (IR) e da Contribuição Social sobre Lucro Líquido (CSLL). A firma irá operar no regime de lucro real, cujas alíquotas de IR e CSLL são, respectivamente, 25% e 9%. Assim:

EBITDA	(859.786)	(780.445)	(406.748)	1.885.872	4.842.164	7.540.858	8.870.399	12.608.363	14.905.219
% margem	-579,5%	-52,2%	-7,2%	15,1%	24,2%	28,1%	28,5%	33,7%	34,2%
Depreciação & Amortização									
D & A	0	(20.000)	(30.000)	(34.000)	(37.200)	(39.760)	(41.808)	(43.446)	(44.757)
	0	(20.000)	(30.000)	(34.000)	(37.200)	(39.760)	(41.808)	(43.446)	(44.757)
EBIT	(859.786)	(800.445)	(436.748)	1.851.872	4.804.964	7.501.098	8.828.591	12.564.916	14.860.462
% margem	-579,5%	-53,5%	-7,7%	14,9%	24,0%	28,0%	28,4%	33,6%	34,1%
Resultado Financeiro									
Despesas com Juros	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Receita Financeira	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBT	(859.786)	(800.445)	(436.748)	1.851.872	4.804.964	7.501.098	8.828.591	12.564.916	14.860.462
% margem	-579,5%	-53,5%	-7,7%	14,9%	24,0%	28,0%	28,4%	33,6%	34,1%
Impostos									
Imposto de Renda	0	0	0	(462.968)	(1.201.241)	(1.875.274)	(2.207.148)	(3.141.229)	(3.715.116)
Contribuição Social	0	0	0	(166.668)	(432.447)	(675.099)	(794.573)	(1.130.842)	(1.337.442)
	0	0	0	(629.636)	(1.633.688)	(2.550.373)	(3.001.721)	(4.272.071)	(5.052.557)
Lucro Líquido	(859.786)	(800.445)	(436.748)	1.222.236	3.171.277	4.950.724	5.826.870	8.292.845	9.807.905
% margem	-579,5%	-53,5%	-7,7%	9,8%	15,9%	18,5%	18,7%	22,2%	22,5%

Agora, estimaremos o fluxo de caixa livre previsto da nova companhia. Para isso, devemos subtrair da linha de lucro líquido os investimentos que a empresa realiza (CAPEX) e a variação de capital de giro. Além disso, alguns itens no DRE, como a depreciação, não têm efeito caixa, isto é, não representam despesas, e por isso devem ser reinseridos para o cálculo de fluxo de caixa livre. Assim:

$$FCL = \text{Lucro Líquido} + \text{Depreciação} - \Delta \text{Capital de Giro} - \text{CAPEX}$$

Obtemos a necessidade de capital de giro a partir da diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante da companhia. Os respectivos prazos de recebimento e pagamento seguem os acordos com os distribuidores no Brasil e fornecedores na China. O estoque inicial (primeira compra) previsto da companhia é de R\$245.000,00.

Capital de Giro

Prazos	Dias		Ano	
Recebíveis	45	dias	0,12	anos
Estoque	45	dias	0,12	anos
Contas a Pagar	30	dias	0,08	anos

	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E	2019 E	2020 E
Estoque Previsto	395.053	867.336	1.656.004	2.519.677	3.302.060	3.814.016	4.537.326	5.253.364	5.969.402
Ativo Circulante									
Contas a Receber	18.293	184.461	695.231	1.536.494	2.466.098	3.306.588	3.837.698	4.611.562	5.378.373
Estoque	48.705	106.932	204.165	310.645	407.103	470.221	559.396	647.675	735.954
	66.998	291.393	899.395	1.847.139	2.873.201	3.776.809	4.397.094	5.259.237	6.114.326
Passivo Circulante									
Fornecedores	32.470	71.288	136.110	207.097	271.402	313.481	372.931	431.783	490.636
Necessidade de Capital de Giro	34.528	220.105	763.286	1.640.042	2.601.799	3.463.328	4.024.163	4.827.454	5.623.690
Δ Capital de Giro	-	185.577	543.181	876.757	961.757	861.529	560.835	803.290	796.237

Com a variação do capital de giro estimada, chegamos ao fluxo de caixa livre da nova companhia:

Fluxo de Caixa Livre									
Lucro Líquido	(859.786)	(800.445)	(436.748)	1.222.236	3.171.277	4.950.724	5.826.870	8.292.845	9.807.905
+ Depreciação	0	20.000	30.000	34.000	37.200	39.760	41.808	43.446	44.757
- Δ Capital de Giro	0	185.577	543.181	876.757	961.757	861.529	560.835	803.290	796.237
- CAPEX	100.000	70.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
FCL	(959.786)	(1.036.022)	(999.929)	329.479	2.196.720	4.078.955	5.257.843	7.483.001	9.006.425

Agora, estimaremos a taxa de desconto que será aplicada ao fluxo de caixa projetado para determinarmos o valor da empresa. Como a empresa não estimamos a contratação de dívida para a empresa, o seu custo de capital próprio será equivalente ao

custo de capital. Como a empresa pertencente a poucos donos e possivelmente um fundo de *Venture Capital*, não faz sentido assumir que o único risco a se considerar seja o risco de mercado. O custo de capital próprio deve incorporar, portanto, riscos específicos à firma e ao negócio. Para cálculo do beta, utilizaremos beta setorial das empresas de vestuário nos EUA, por tratar-se do melhor comparativo para a empresa pet avaliada. O beta desalavancado do setor, calculado por Damodaran, é de 1,29. Como a firma não possui dívida, utilizaremos esse beta nas estimativas no cálculo do custo do capital próprio. Como taxa de retorno de ativo livre de risco (R_f), aplicaremos a SELIC da época, em 12%. Para o retorno esperado da carteira de mercado (K_m), adotaremos o IBOVESPA, utilizando a média de projeções de grandes instituições financeiras para 2012, que atingiu crescimento esperado de 19,3%.

$$K_e = R_f + [Beta * (K_m - R_f)]$$

$$K_e = 12\% + [1,29 * (19,33\% - 12\%)]$$

$$K_e = 21,46\%$$

Beta	1,29
SELIC	12,00%
IBOVESPA E	19,33%

Taxa de Desconto	21,46%
------------------	--------

Portanto, a taxa de desconto utilizada será equivalente ao retorno mínimo exigido, ou seja, o custo de capital próprio no valor de 21,46%. Descontando os fluxos de caixa livres a essa taxa, obtemos:

FCL	(959.786)	(1.036.022)	(999.929)	329.479	2.196.720	4.078.955	5.257.843	7.483.001	9.006.425
Período	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Taxa de Desconto	1,21	1,48	1,79	2,18	2,64	3,21	3,90	4,74	5,75
Fluxo de Caixa Descontado	(790.236)	(702.317)	(558.104)	151.411	831.161	1.270.696	1.348.597	1.580.275	1.565.998

Por fim, para chegarmos ao valor final da firma, precisamos do cálculo do valor terminal, isto é, o valor da firma na perpetuidade. Supondo uma taxa crescimento da economia (g) de 2,5%, temos:

$$Valor\ Terminal = \frac{[FC_9 * (1 + g)]}{(i - g) * (1 + i)^9}$$

Em que i = taxa de desconto e FC_9 = fluxo de caixa livre no último período avaliado (período 9). Assim:

$$Valor\ Terminal = \frac{[9.006.425 * (1 + 2,5\%)]}{(21,46\% - 2,5\%) * (1 + 21,46\%)^9}$$

$$Valor\ Terminal = 8.467.893$$

O somatório dos fluxos de caixa descontados ao valor termina obtido acima nos dá, portanto, o valor estimado do novo empreendimento: **R\$ 13.164.374.**

Fluxo de Caixa Livre									
Lucro Líquido	(859.786)	(800.445)	(436.748)	1.222.236	3.171.277	4.950.724	5.826.870	8.292.845	9.807.905
+ Depreciação	0	20.000	30.000	34.000	37.200	39.760	41.808	43.446	44.757
- Δ Capital de Giro	0	185.577	543.181	876.757	961.757	861.529	560.835	803.290	796.237
- CAPEX	100.000	70.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
FCL	(959.786)	(1.036.022)	(999.929)	329.479	2.196.720	4.078.955	5.257.843	7.483.001	9.006.425
Período	1	2	3	4	5	6	7	8	9
Taxa de Desconto	1,21	1,48	1,79	2,18	2,64	3,21	3,90	4,74	5,75
Fluxo de Caixa Descontado	(790.236)	(702.317)	(558.104)	151.411	831.161	1.270.696	1.348.597	1.580.275	1.565.998
Valor Terminal	-	-	-	-	-	-	-	-	8.467.893
FCD + Perpetuidade	-	-	-	-	-	-	-	-	13.165.374

Considerações Finais

Não há como negar que companhias jovens e pré-operacionais oferecem os maiores desafios e dificuldades na estimação de seu *valuation*. Neste trabalho, foram expostos e aplicados métodos e processos que adequam metodologias convencionais de avaliação de empresas para novas companhias. Além disso, foram expostos também os métodos de diligência que investidores de *Venture Capital* aplicam ao analisarem uma oportunidade investimento em uma nova companhia, um novo empreendimento.

É importante notar, porém, que essa diligência é, por natureza, um processo imperfeito e cercado de incertezas. A adoção das melhores práticas e obtenção dos fatos mais relevantes ligados a oportunidade e aos empreendedores conferem ao analista maior robustez em sua análise na tentativa de minimizar essas incertezas, e por isso não devem ser desconsideradas. Torna-se especialmente interessante notar a elevada quantidade de variáveis que envolvem uma decisão de investimento: uma análise que começa em um plano de negócios e se conclui em projeções estimadas de fluxo de caixa.

Referências Bibliográficas

1. CAMP, Justin J., *Venture Capital Due Diligence: A Guide to Making Smart Investment Choices and Increasing Your Portfolio Returns*, 1st edition, Wiley (2002).
2. DE CARVALHO, Antonio Gledson; RIBEIRO, Leonado de Lima; FURTADO, Cláudio Vilar. *A Indústria de Private Equity e Venture Capital - Primeiro Censo Brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 2006.
3. DAMODARAN, A. (2007). *Avaliação de empresas*. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall.
4. DAMODARAN, A. (2009). *Valuing young, start-up and growth companies: estimation issues and valuation challenges*.
5. CUMMING, Douglas; GILL, Andrej; WALZ, Uwe. *International Private Equity Valuation and Disclosure*, 29 Nw. J. Int'l L. & Bus. 617 (2009).
6. FREDRIKSEN, Ö., 1997, *Venture Capital firms relationship and cooperation with entrepreneurial companies*. Thesis No 625. Department of Management and Economics, Linköping University.
7. GANZI, J. et al. *Leverage for the Environment: A Guide to the Private Financial Services Industry*. Washington: World Resources Institute, 1998.
8. GODOI, Alexandra Strommer de Farias. 2009. "Valuation models and Simon's bounded rationality." *Rev. Econ. Polit.* [online]. vol.29, n.3, pp. 54-70.
9. MARQUES, V. A.; SOUZA, A. A.. *A influência dos modelos de valuation no processo decisório dos Fundos de Venture Capital/Private Equity*. In: SEMEAD - Seminário de Administração, 2011, São Paulo. XIV SEMEAD - Seminário de Administração. São Paulo : Universidade de São Paulo, 2011.
10. MEIRELLES, Jorge Faria, Luís, PIMENTA JÚNIOR, Tabajara, REBELATTO, Daisy Aparecida do Nascimento. *Venture Capital e private equity no Brasil: alternativa de financiamento para empresas de base tecnológica*. *Gest. Prod.*, Abr 2008, vol.15, no.1, p.11-21.
11. SAHLMAN, William A. "How to Write a Great Business Plan." *Art.* 97409. *Harvard Business Review* 75, no. 1 (January–February 1997).

12. SAHLMAN, William A., e Michael Steven GORMAN. "What Do *Venture Capitalists* Do?" *Journal of Business Venturing* 4, no. 4 (July 1989): 231–248.
13. SAPIENZA, H.J. and GUPTA, A. K., 1994. Impact of agency risks and task uncertainty on *Venture Capitalist-CEO* interaction. *Academy of Management Journal* 37:1618- 1633.