

Avaliação de empresas: uma abordagem das diversas metodologias

Evaluating companies: a study of several methods

*Fernanda Marques de Almeida Holanda¹, Lúcia Silva Albuquerque², José Ribamar Marques de Carvalho³
Paulo Roberto Nóbrega Cavalcante⁴*

Resumo

Com o aumento, nos últimos anos, dos processos de fusão e aquisição, ganhou importância a discussão em torno de metodologias disponíveis para a realização de avaliação de empresas. Apesar de toda a discussão já travada em torno do assunto, cabe observar que ainda não existem respostas “pacíficas” quando se trata de avaliar negócios. De acordo com as teorias de finanças, um analista, ao avaliar uma empresa, deve procurar alcançar um valor econômico justo, ou seja, um valor que represente de modo equilibrado as potencialidades e perspectivas de determinada empresa. Acredita-se que o processo de avaliação de uma empresa é muito complexo, por envolver variáveis subjetivas e ferramentas técnicas, no qual a qualidade das informações utilizadas é crucial para a eficiência do produto final. Dessa forma, o foco da avaliação deve estar concentrado no processo de avaliação em si e não em seu resultado final. Dessa forma, este estudo tem por objetivo realizar uma revisão bibliográfica sobre o assunto, apresentando as principais metodologias e processos utilizados para avaliação de empresas e, deste modo, contribuir para o aprofundamento dos estudos sobre a Avaliação Econômica de uma Empresa.

Palavras-chave: Avaliação de Empresas. Modelos. Processos de Avaliação.

Abstract

With the increase of acquisitions and mergers in recent years, the debate relating to methods available for evaluating companies has gained in importance. Despite all the discussion on the subject, it should be observed that there are still no set answers insofar as a company's evaluation is concerned. According to financial theories, an analyst, when evaluating a business, should try to determine a just economic value which represents, objectively, a given company's potential and perspectives. It is believed that the process of evaluating a company is very complex, as it involves subjective variables and technical tools, in which the quality of the information used is crucial for the final product's efficiency. Therefore, the evaluation should focus on the evaluation process itself, and not on its final result. The objective of this study is to conduct a bibliographical review relating to the subject, presenting the principal methods and processes used in evaluating companies, thereby contributing to the furtherance of the studies concerning the Economic Evaluation of Companies.

Keywords: Evaluation of Companies. Evaluation Models and Processes

Introdução

Com o aumento, nos últimos anos, dos processos de fusão e aquisição, ganhou importância a discussão em torno de metodologias disponíveis para a realização de avaliação de empresas. Já há algum tempo, o número de transações envolvendo a compra – venda ou a transformação de empresas tem crescido em muitos países. Várias razões podem ser apontadas para justificar o crescimento desse tipo de transação como, por exemplo, busca de economia de escalas, aquisição de tecnologia, ampliação de participação no mercado. Apesar de toda a discussão já travada em torno do assunto, cabe observar que ainda não existem respostas “pacíficas” quando se trata de avaliar negócios.

Convém lembrar que a avaliação de um único ativo ou investimento já é capaz de gerar inúmeros questionamentos

¹ Programa Multiinstitucional Inter-Regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis UNB/UFPB/UFPE/UFRN fernanda.holanda@hs24.com.br

² Programa Multiinstitucional Inter-Regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis UNB/UFPB/UFPE/UFRN luciasilvaalbuquerque@yahoo.com.br

³ Programa Multiinstitucional Inter-Regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis UNB/UFPB/UFPE/UFRN profribamaruern@yahoo.com.br

⁴ Universidade Federal da Paraíba prncavalcante@ccsa.ufpb.br

e até alguma discordância quanto à metodologia adequada. O que dizer então da avaliação de um patrimônio complexo (empresa), composto por inúmeros ativos, tangíveis e intangíveis, diversos tipos de obrigações e no qual interagem interesses conflitantes? Em tais ocasiões, usa-se resposta para a questão: quanto vale uma determinada empresa?

De acordo com as teorias de finanças, um analista, ao avaliar uma empresa, deve procurar alcançar um valor econômico justo, ou seja, um valor que represente de modo equilibrado as potencialidades e perspectivas de determinada empresa. Tal avaliação, porém, mesmo que faça uso de métodos e modelos quantitativos, não se processa exclusivamente mediante os fundamentos de uma ciência exata, que não permite, portanto, a comprovação absoluta dos resultados apurados, pois trabalha com premissas e hipóteses comportamentais. Em outros termos, mesmo com a utilização de ferramentas apropriadas, a avaliação inclui muito das expectativas do avaliador, o que implica em diferenciados graus de subjetividade.

Segundo Nogueira (1999), “a avaliação de empresas, diferentemente da avaliação de quadros, pinturas ou obras de arte, não deve se basear em percepções ou intuições, mas no profundo conhecimento tanto da própria empresa-alvo quanto do mercado no qual está inserido.”

Em geral, uma avaliação consistente deve representar, de modo equilibrado, as potencialidades e perspectivas da empresa, considerando todos os fatores envolvidos na mensuração do valor, principalmente a correta avaliação e utilização dos dados de entrada, a fim de não haver distorções nos resultados finais da avaliação (Endler, 2004).

É importante frisar que a qualidade de uma avaliação é também diretamente proporcional à qualidade dos dados, informações e do tempo despendido em compreender o objeto de avaliação. Dessa forma, o foco da avaliação deve estar concentrado no processo de avaliação em si e não, em seu resultado final.

Conforme Endler (2004), uma avaliação errada pode levar a serias conseqüências, como expectativas incorretas e irreais, num processo de aquisição, na aceitação ou não de um investimento ou mesmo na expectativa de crescimento de uma empresa; o que pode se refletir diretamente no valor das ações da empresa. Por isso, a qualidade e confiabilidade da informação são essenciais, para que a avaliação atinja seu resultado justo e coerente.

O objetivo deste artigo é fazer uma revisão bibliográfica sobre o assunto, apresentando as principais metodologias e processos utilizados para avaliação de empresas e, deste modo, contribuir para o aprofundamento dos estudos sobre a Avaliação Econômica de uma Empresa.

1 Avaliação de Empresas - Generalidades

O processo de avaliação de uma empresa é complexo, envolvendo variáveis subjetivas e ferramental técnico, no qual a qualidade das informações utilizadas é crucial para a eficiência do produto final. Conforme Martins (2000), “A avaliação patrimonial das empresas tem provocado enormes discussões acadêmicas e profissionais ao longo do tempo (séculos), confusões conceituais, críticas quanto à relevância e à utilidade da Contabilidade, conferências, artigos etc.”. Considerando a quantidade de dinheiro envolvida nessas transações, não é difícil se entender as discussões.

Segundo Damodaran (1997, p.9), a subjetividade envolvida no processo de avaliação é uma das maiores dificuldades da mensuração do valor de ativo e “quaisquer preocupações ou preconceitos que a análise trouxer para o processo de avaliação acabarão por se incorporar ao valor”. Desta forma, para que o risco de incertezas possa ser minimizado, é importante que o avaliador se abstenha, ao máximo possível, de influenciar as informações utilizadas na construção do modelo de avaliação.

Desde a década de 50 surgiram diversas teorias de avaliação de empresas e muitas metodologias foram criadas. No entanto, Perez e Fama (2003) fizeram o seguinte comentário sobre qual o método a utilizar:

Os vários modelos e métodos de avaliação de empresas podem ser utilizados em conjunto ou separadamente, porém, nenhum método isolado pode ser considerado o correto, inquestionável ou exato. Todavia, existem métodos de avaliação mais consistentes que, de acordo com as premissas da avaliação, podem se revelar tecnicamente mais adequados, dada à circunstância de avaliação e qualidade das informações disponíveis.

Assim, antes de se determinar os métodos de avaliação que serão aplicados, é fundamental a elaboração preliminar de um diagnóstico preciso da empresa avaliada, o contexto macroeconômico no qual ela está inserida, seu setor de atuação, seu mercado consumidor, seu desempenho passado e atual, seus aspectos econômicos e financeiros, sociais, jurídicos, fiscais, comerciais, tecnológicos e técnicos. A profundidade dessas análises depende das peculiaridades de cada caso, do tamanho do negócio avaliado e da disponibilidade de informações.

Segundo Damodaran (1997), ainda persistem alguns mitos em avaliação de empresa que não encontram fundamento empírico ou teórico. São eles:

- Desde que os modelos sejam quantitativos, a avaliação é bem feita;
- Quanto mais quantitativo o modelo, mais precisa é a avaliação;
- Uma avaliação bem elaborada e pesquisada é duradoura.

Segundo Cavalcante (2002), esses “mitos” são colocados como sendo verdades absolutas em muitas ocasiões, especialmente por parte dos defensores de modelos quantitativos. Do mesmo modo, aqueles que são avessos aos modelos quantitativos tendem a desprezá-los completamente. Naturalmente que o equilíbrio situa-se em algum ponto do intervalo.

Portanto, de acordo com Damodaran (1997), a avaliação não é uma ciência que alguns de seus proponentes dizem ser, nem a busca objetiva por valor verdadeiro que os idealistas gostariam que se tornasse; visto que os modelos que utilizam na avaliação podem ser quantitativos, mas os dados de entrada deixam margem suficiente para julgamentos subjetivos. Assim, o valor final que resulta da aplicação desses modelos sofre o efeito das tendências que se inserem no processo. Então, a solução mais óbvia é eliminar todas as tendências antes de se iniciar uma avaliação. Mas isso é mais fácil de ser dito do que de ser feito.

Falcini (1995, p.15), ao falar sobre a avaliação de empreendimentos, afirma que:

Uma avaliação econômica, ao contrário do que possa parecer, não é uma fixação concreta de um preço ou valor específico de um bem, mas é uma estimativa de base, uma tentativa de estabelecer, dentro de uma faixa, um valor referencial de tendência, em torno do qual atuarão as forças de mercado.

Nessa perspectiva, as avaliações de entidades ou negócios dependem, em grande parte, das expectativas futuras de desempenho. Os métodos e medidas disponíveis para a avaliação acabam por envolver determinado grau de julgamento. Os métodos variam muito e freqüentemente, envolvem a realização de ajustes arbitrários, baseados em evidências empíricas limitadas e no instinto.

A avaliação deve desempenhar um papel central na análise de aquisições. A empresa ou indivíduo que faz a aquisição tem que estabelecer um valor justo para a empresa-alvo, antes de apresentar uma proposta. E a empresa-alvo tem que determinar um valor razoável para si, antes de decidir aceitar ou rejeitar a proposta. (DAMODARAN,1997)

Assaf Neto (2003) descreve que a definição do valor de uma empresa é uma tarefa complexa, exigindo uma coerência e rigor conceituais na formulação do modelo de cálculo. Existem, enfim, diversos modelos de avaliação, contendo todos eles certos pressupostos e níveis variados de subjetividade.

2 Métodos de Avaliação de Empresas

Conforme mencionado anteriormente, existe um vasto número de métodos para avaliar empresas, que oscilam de acordo com o propósito da avaliação, as características da empresa avaliada e a disponibilidade e confiabilidade das informações disponíveis.

Martins (2001, p. 264) apresenta duas formas de se avaliar uma empresa em circunstâncias normais:

- Pelo seu valor de liquidação ordenada, ou seja, pelo que valem seus ativos avaliados a preço de venda, diminuídos dos gastos para se efetuar essa venda (comissão, impostos, transportes etc.) e o valor necessário para saldar seu passivo para com terceiros; e
- Pelo seu valor de funcionamento que depende basicamente dos futuros benefícios econômicos que ela é capaz de produzir.

O trecho supracitado ainda enfatiza que o valor de uma empresa será, desses dois, o maior, pois ninguém venderia uma empresa em funcionamento por menos do que obteria se a fechasse; e ninguém cerraria as portas de uma empresa se ela pudesse ser vendida por valor melhor em pleno funcionamento. Logo o valor econômico de uma empresa é dado pelo maior dos montantes alcançados, nessas duas alternativas: em liquidação ou em marcha.

Segundo Damodaran (1997) existe três abordagens para avaliação:

- Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado – relaciona o valor de um ativo ao valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados relativos aquele ativo;
- Avaliação Relativa – estima o valor do ativo enfocando a precificação de ativos “comparáveis” relativamente a uma variável comum, como lucros, fluxos de caixa, valor contábil ou vendas;
- Avaliação de Direitos Contingentes – utiliza modelos de precificação de opções para medir o valor de ativos que possuíam características de opções.

Portanto, verifica-se a existência de várias metodologias de avaliação de empresas, entre quais o analista deve escolher a que melhor se adequa à realidade do empreendimento a ser avaliado. Todavia, essas metodologias não são excludentes e podem ser utilizadas mutuamente, podendo ter um resultado até mais satisfatório que individualmente.

2.1 Método de Avaliação com Base no Fluxo de Caixa Descontado

Considerado o método de avaliação que atende com maior rigor aos enunciados da teoria de finanças, pois revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de uma empresa, esta metodologia de Fluxo de Caixa Descontado vem sendo amplamente adotada pelos mercados financeiros e de capitais, e pelas empresas em processos de fusão e aquisição.

A fundamentação conceitual deste método baseia-se no pressuposto de que o valor de um negócio é função dos benefícios futuros que ele irá produzir, ou seja, sua capacidade de geração de riqueza futura, mantido o grau de risco de seus ativos operacionais. A essência deste método consiste em projetar futuros fluxos de caixa operacionais e trazê-los a valor presente, por uma taxa de desconto apropriada, que mensure o risco inerente a estes fluxos e o custo de oportunidade dos capitais.

O Fluxo de Caixa Descontado, também denominado pela expressão inglesa *Cash Flow*, é um dos instrumentos de grande relevância para o administrador financeiro, porque permite planejar as necessidades e excedentes de recursos financeiros a serem utilizados pela empresa. Conforme um diagnóstico econômico-financeiro da empresa, ele irá prognosticar e diagnosticar os objetivos máximos de liquidez e de rentabilidade, para o período em apreciação, de forma quantificada em função das metas propostas.

Segundo essa lógica, e também como afirma Zdanowicz (1998), as dificuldades da empresa que utiliza o planejamento para elaborar o fluxo de caixa, serão bem menores, pois se ela souber, no início de cada período, quais as necessidades ou os excedentes de recursos financeiros, poderá antecipadamente tomar a decisão mais adequada para solucionar seus impasses de caixa.

Erros e problemas decorrentes de não utilização do planejamento são, provavelmente, muito maiores de que os resultantes das estimativas realizadas previamente pela empresa, em seu plano geral de operações. Dessa forma, o planejamento é imprescindível na projeção do Fluxo de Caixa. É uma outra função que também se destaca, e estão intimamente relacionadas, é a de controle do fluxo de caixa. Neste sentido, o administrador financeiro deverá estar preparado para rever seus planos, caso algum problema econômico-financeiro imprevisto vier a ocorrer. Isso deve ser detectado através do controle de caixa.

Para Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005) o Fluxo de Caixa Descontado – FCD é a principal metodologia empregada para avaliar empresas. O valor da empresa é determinado pelo fluxo de caixa projetado, descontado por uma taxa que reflita o risco associado ao investimento. O valor pelo Fluxo de Caixa Descontado é obtido a partir dos seguintes elementos relevantes:

- Projeção do fluxo de caixa;
- Determinação da taxa de desconto;
- Estimativa do valor residual;
- Cálculo do valor da empresa.

A taxa a ser utilizada para descontar os fluxos de caixa a valor presente deve ser aquela que melhor reflita o custo de oportunidade e os riscos destes fluxos. A taxa escolhida é, geralmente, o custo médio ponderado de capital (CMPC), pois, além de incorporar os riscos associados ao negócio, reflete com propriedade os custos de oportunidade dos provedores do capital que financiam as atividades operacionais da empresa (capital próprio; acionistas, e capital de terceiros: credores externos), bem como os benefícios fiscais decorrentes das decisões estratégicas de estrutura de capital.

Segundo Assaf Neto (2003), uma empresa é avaliada por sua riqueza econômica expressa a valor presente, dimensionada pelos benefícios de caixa esperados no futuro e descontados por uma taxa de atratividade que reflete o custo de oportunidade dos vários provedores de capital. Em resumo, pode-se colocar que uma empresa é avaliada pelos princípios fundamentais inseridos no método do fluxo de caixa descontado.

Copeland, Koller e Murrin (2002) apontam que os administradores que usam a técnica do Fluxo de Caixa Descontado para avaliar suas empresas, priorizando o aumento do fluxo de caixa de longo prazo, em última análise, serão recompensados com os preços mais altos de suas ações. As evidências do mercado são conclusivas, uma abordagem simplista do lucro contábil levará a decisões que destruirão valor.

2.1.1 Fluxo de Caixa Livre (FCL)

O fluxo de caixa livre da empresa é reconhecido como o melhor indicador de capacidade de geração de riqueza, com clara evidência da eficiência de determinado negócio, pois o fluxo de caixa supera as dificuldades inerentes ao lucro contábil, retratando fielmente o potencial da empresa, inclusive seu *goodwill*. Logo, pode ser definido como “o montante de recursos

que pode ser extraído da empresa sem que seu valor seja reduzido..”(MARTELANC, PASIN E CAVALCANTE, 2005, p. 23).

Para Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 138) “ o fluxo de caixa livre é o fluxo certo para esta avaliação porque reflete o fluxo de caixa gerado pelas operações da empresa e que está disponível para todos os seus provedores de capital, seja por endividamento ou por participação acionária”.

Segundo Damodaran (1997), o FCL é o fluxo de caixa gerado pelas operações da empresa, obtido após os impostos, e que se encontra disponível para os credores e os acionistas, devendo-se calculá-lo antes dos pagamentos das dívidas (principal e juros) e após as variações nos investimentos em ativos permanentes e capital de giro.

Estrutura de Fluxo de Caixa Livre da Empresa
Receita Líquida
(-) Custo dos produtos vendidos
(-) Despesas Operacionais (menos juros, depreciação, amortização e Exaustão)
(=) Lucro antes de Juros, Imposto de Renda, Depreciação, Amortização e Exaustão (EBTIDA)
(-) Depreciação , Amortização e Exaustão
(=) Lucro antes de juros e impostos (EBIT)
(x) 1- taxa de imposto
(=) Lucro Operacional Líquido menos Imposto Ajustado (NOPLAT)
(+) Depreciação e Amortização
(- +) Variação de Capital de giro
(-) Investimento
(=) Fluxo de Caixa Livre

Quadro 1 - Estrutura de fluxos de caixa livre de empresa

Fonte: Adaptado de Damodaran, (1997.)

Com o Fluxo de Caixa Livre se determina a capacidade de geração de caixa por meio das operações normais da empresa, independentemente de suas fontes de financiamento. O uso dessa forma de fluxo de caixa em comparação com o fluxo de caixa do acionista apresenta vantagens significativas. Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005) apresentam algumas destas vantagens:

- O Fluxo de Caixa do Acionista tem maior possibilidade de se mostrar negativo que o Fluxo de Caixa Livre, principalmente quando as despesas financeiras são altas;
- O Fluxo de Caixa Livre oferece um melhor entendimento do desempenho operacional da empresa e de cada unidade de negócio separadamente;
- O custo de capital relevante ao cálculo do valor é o mérito do mercado, e o não específico da empresa. Portanto, quando a empresa contempla mudar sua estrutura de capital, os dispêndios atuais com os juros projetados não influenciam a determinação do valor pelo método do fluxo de caixa livre;
- A previsão, a médio prazo, de dispêndio com juros e amortizações de dívidas e a projeção de novos empréstimos podem ser difíceis de efetuar, implicando uma maior facilidade no cálculo do valor pelo fluxo de caixa.

2.1.2 Fluxo de Caixa do Acionista

Segundo Damodaran (1997), o fluxo de caixa do acionista é o fluxo de caixa existente após o pagamento de despesas operacionais, juros e de principal, e de qualquer desembolso de capital necessário à manutenção da taxa de crescimento dos fluxos de caixa projetados.

Estrutura de Fluxo de Caixa Livre do Sócio (Acionista)
Receita Bruta (-) Impostos (-) Custos (-) Despesas = EBITDA (-) Depreciação = EBIT (-) IR s/ EBIT = Lucro Operacional (NOPLAT) (+) Depreciação (-) Investimentos (+/-) Variação do Capital de Giro Líquido = Fluxo de Caixa Livre da Empresa (-) Pagamento dos serviços da dívida (juros e amortização) (=) Fluxo de Caixa Livre do Sócio (Acionista)

Quadro 2 - Estrutura de Fluxo de Caixa Livre do Sócio (Acionista)
Fonte: Adaptado Martelanc, Roy; Pasin, Rodrigo; Cavalcante, (2005)

Damodaran (1997) afirma que a abordagem do Fluxo de Caixa Descontado é a mais fácil de ser utilizada para ativos (empresas), cujos fluxos de caixa sejam atualmente positivos e que possam ser estimados para períodos futuros com algum grau de confiabilidade, e em que exista um substituto para risco que possa ser utilizado para a obtenção de taxas de desconto. Assim, quanto mais longe desse cenário ideal a empresa estiver, mais difícil se tornará a avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado.

2.1.3 Valor da Perpetuidade

De uma empresa, diferentemente de seus projetos, espera-se que tenha vida infinita e, portanto, continue a operar por períodos mais longos do que os projetados nos fluxos de caixa. Dessa forma, a avaliação deve ser efetuada em dois períodos distintos, que abrangem:

- O horizonte de tempo viável de projeção dos fluxos de caixa operacionais;
- O momento após o horizonte de projeção acima mencionado.

Assim, o fluxo de caixa de uma empresa deve ser projetado pela quantidade de anos sobre os quais se consegue prever com razoável confiança o comportamento das principais variáveis operacionais relevantes. Pode-se citar como variáveis relevantes, os preços dos produtos, o volume de vendas, o custo das matérias-primas, despesas operacionais, entre outros.

A experiência prática tem demonstrado que a maioria das avaliações técnicas trabalha com períodos de projeção entre 5 e 10 anos. Consideram-se, portanto, como valor residual da empresa ou valor da perpetuidade os fluxos de caixa não cobertos pelo período de projeção.

Assaf Neto (2003) calcula o valor da perpetuidade (PVp) pela relação entre o fluxo de caixa livre e o custo médio do capital ponderado –WACC, ou seja, $PVp = FCL / WACC$.

Para Martinez (1999, p.9), há situações nas quais “grande parte do valor da empresa pode ser explicada pelo valor presente da perpetuidade. Dependendo da espécie do negócio esse componente poderá ser maior ou menor”. Nesse sentido, empresas que maximizem lucros de curto prazo estarão penalizando fluxos de caixa de longo prazo, reduzindo seu valor residual. Assim, podemos afirmar que o valor residual da empresa depende significativamente da estratégia de atuação e do investimento da mesma.

3.2 Avaliação Relativa

De acordo com Damodaran (2004), o objetivo da avaliação do fluxo de caixa descontado é encontrar o valor dos ativos, levando-se em consideração o seu fluxo de caixa / crescimento e característica de risco. Já, na avaliação relativa, a finalidade é avaliar os ativos, com base na forma como ativos similares são atualmente precificados no mercado.

Para comparar os valores do ativo com “similares” no mercado, é necessário padronizar os valores de alguma forma, sendo possível efetuar a padronização, conforme Damodaran (2004), com relação aos lucros que são gerados, ao valor contábil ou ao valor de reposição dos próprios ativos, ou ainda às receitas brutas existentes.

Para se ter uma idéia mais detalhada do que cada método utilizado na padronização necessita e proporciona, seguem comentários dos principais múltiplos ou indicadores utilizados:

2.2.1 Múltiplos de Lucros ou indicador preço / lucro (PL)

Múltiplos de Lucros ou indicador preço / lucro (PL) correspondem a uma das formas mais simples de analisar o valor de qualquer ativo e são também os de que mais se faz uso impróprio. Sua simplicidade os torna, de acordo com Damodaran (1997), uma opção atraente para aplicação que varia de fixação de preços de ofertas públicas iniciais à realização de análises de valor relativo. Há várias razões pelas quais os índices preço/lucro são tão utilizados, entre elas, pode-se citar:

- Informação estatística que relaciona o preço pago aos preços atuais;
- É simples de se calcular e as informações são de fácil acesso, proporcionando desta forma, a comparação entre ações;
- Pode também ser um indicador que expressa várias características da empresa, como risco e o crescimento, além da percepção do mercado sobre a empresa.

No entanto, é importante atentar para o fato de existirem diferenças nos fundamentos entre países e entre empresas no decorrer do tempo, o que resulta em índices diferentes. Uma falha em não se levar em consideração essas diferenças pode acarretar conclusões erradas na comparação dos índices.

2.2.2 Múltiplos de valor contábil ou indicador preço / valor contábil (PBV)

Os investidores consideram os Múltiplos valor contábil ou indicador preço / valor contábil (PBV) útil na análise de investimento, pois o valor contábil fornece uma medida relativamente estável e intuitiva de valor que pode ser comparada com o preço do mercado, além de proporcionar àqueles que desconfiam do valor obtido pelo fluxo de caixa descontado uma referência muito mais simples para comparação.

Segundo Damodaran (2004), a estimativa contábil de valor é determinada por normas contábeis e é fortemente influenciada pelo preço original, pago pelo ativo e por outros ajustes contábeis (como depreciação), e que, freqüentemente, os investidores analisam a relação entre o preço pago por uma ação e o valor contábil do patrimônio líquido como uma medida de supervalorização ou subvalorização da ação. Outro fator positivo na utilização desse índice é a possibilidade de aplicação em empresas com lucros negativos, por não poderem ser avaliadas pelo índice de preço/lucro? As desvantagens principais presentes neste indicador consistem em

- Os valores contábeis e os lucros são afetados pelas decisões contábeis sobre depreciação e outras variáveis;
- Variação de normas contábeis, conseqüentemente, não proporciona uma comparação entre as empresas devido às diferenças nos dados, como, por exemplo, as normas contábeis entre países;
- O valor contábil em empresas de serviço não tem muito significado por não possuírem ativos fixos significativos;
- O valor contábil do patrimônio líquido pode- se tornar negativo, se uma empresa tiver constantes prejuízos.

2.2.3 Múltiplo de receita bruta ou indicar preço/vendas (PS)

O Múltiplo de receita bruta ou indicador preço/vendas (PS) tem recentemente se mostrado atrativo para os analistas, segundo Damodaran (1997), apesar de outros indicadores como o preço/lucro (PL) e preço/valor contábil (PBV) serem os mais utilizados. As vantagens em relação aos outros (PL e PBV) é que o indicador preço/vendas é obtido até mesmo para empresas mais problemáticas, e não tão influenciados pelas decisões contábeis relativas à depreciação, estoques e encargos extraordinários; a receita é relativamente difícil de se manipular e por não ser tão volátil, como os índices do PL, pode ser mais confiável em termo de avaliação.

O indicador PS é uma ferramenta interessante para examinar os efeitos de mudanças na política de preços e de outras decisões estratégicas corporativas, além de tornar muito mais fácil comparar empresas de diferentes mercados, com diferentes sistemas de contabilidade utilizados do que comparar múltiplos de lucros ou valor contábil.

Uma das vantagens na utilização das receitas, ao invés dos lucros e do valor contábil, é a sua estabilidade. No entanto, pode também se tornar uma desvantagem em decorrência de problemas do controle de custos. Nesses casos, as receitas não declinam mesmo que os lucros e o valor contábil diminuam. Conseqüentemente, mesmo que seja interessante utilizar este indicador, a incompetência de algumas empresas no que se refere ao controle de custos e da margem de contribuição, pode

acarretar uma avaliação distorcida da empresa. Por isso, tem que se levar em consideração a margem de lucro para determinar este índice, além das variáveis-padrões (o índice payout, a taxa exigida de retorno e a taxa de crescimento esperado).

O primeiro passo na avaliação relativa ou múltipla geralmente é a escolha de empresas similares. Uma empresa similar, conforme Damodaran (2004), é aquela com fluxo de caixa, potencial de crescimento e de risco semelhante aos da empresa sob avaliação. No entanto, na maioria das vezes, os analistas definem empresas similares como sendo outras empresas do mesmo setor ou setores daquela que está sendo avaliada. Quando se é impossível encontrar empresas idênticas àquelas que está se avaliando, tem-se que identificar formas de controlar as diferenças entre elas, quanto às variáveis.

Entretanto, o processo de controle pode partir de abordagens simples, que modifiquem os múltiplos para levar em consideração diferenças em uma variável - chave, até abordagens mais complexas, que leva em consideração as diferenças entre mais de uma variável.

3 Avaliação de Direitos Contingentes

Nos modelos de fluxo de caixa descontado tradicional (FCD), uma empresa é avaliada estimando-se fluxos de caixa durante um período longo, subtraindo a taxa de desconto que reflete o grau de risco dos fluxos de caixa. O valor do patrimônio líquido é obtido com a diferença do valor da empresa pelo valor da dívida. Todavia, Damodaran (2004) destaca pelo menos três cenários, em que o valor da empresa encontrado pelo fluxo de caixa descontado subestima o patrimônio líquido. São eles:

- Quando a empresa obtém uma proporção significativa de seu valor a partir de patentes ou licenças, pois uma patente pode ser vista como uma opção sobre o produto subjacente;
- Quando a empresa de recursos naturais tem reservas não-desenvolvidas, como, por exemplo, pode-se citar uma reserva de ouro ou petróleo isolado pode ser visto como opção sobre os recursos subjacentes ou o conjunto de reservas não desenvolvidas pela empresa, valerá mais do que seu valor no fluxo de caixa descontado;
- Quando uma empresa possui lucros negativos e grandes passivos, neste caso existe a opção de liquidar a empresa e o valor da empresa poderá ter valor maior do que o valor estabelecido pelo fluxo de caixa descontado.

Para Copeland (2002), durante a última década vários avanços teóricos e tecnológicos permitiram que técnicas de precificação de opções à avaliação de decisões de investimento ou opções reais fossem utilizadas pelos profissionais da área de finanças.

De acordo com Damodaran (1997), opções são valores mobiliários derivativos, ou seja, são títulos que derivam seu valor de um ativo subjacente. Este método de precificação de opções destaca o valor da flexibilidade, que não é abordada no método de fluxo de caixa descontado (FCD) e que vem se destacando na avaliação de empresas. Copeland (2002) argumenta que é possível que este método supere o FCD no que se refere às decisões de investimento, mas, por enquanto, é apenas utilizado em determinadas circunstâncias.

Conforme Copeland (2002), uma opção confere a seu detentor o direito de (não obrigação) de comprar ou vender um ativo a um preço predeterminado (preço de exercício) por um dado período de tempo (prazo de opção). O direito de tomar uma atitude significa flexibilidade, já a necessidade de se tomar uma atitude significa uma inflexibilidade. As opções *call* (compra) dão o direito de compra e as opções *put* (venda) o direito de venda, estas opções podem ser encontradas tanto do lado do passivo quanto do ativo.

As opções de compra dão ao comprador o direito de adquirir o ativo subjacente por um preço fixo em qualquer período antes do vencimento da opção; no entanto, paga um prêmio por este direito. Já as opções de venda podem ser vendidas em qualquer período antes do vencimento da opção, porém, terá que ser pago pelo comprador um prêmio por este direito.

O valor da opção é, segundo Damodaran (1997), determinado por seis variáveis:

- Valor atual do ativo subjacente;
- Variância do valor;
- O preço do exercício;
- Prazo da opção;
- Taxa de juros livres de risco;
- Dividendos esperados sobre os ativos.

Isto é demonstrado tanto nos modelos binominal, como no *Black-Sholes*, que avaliam opções através da criação de carteiras compostas pelo ativo subjacente e pela aplicação de recursos livres de risco. Desta forma, estes modelos podem ser utilizados para avaliar ativos com características de opções.

Considerações Finais

Todos os métodos e modelos de avaliação aqui descritos visam à busca de um valor econômico justo, ou seja, um valor que represente de modo equilibrado as características e diferenciais da empresa avaliada.

Deve ser lembrado que, apesar do uso de conceitos científicos e de ferramentas consagradas, especialmente as derivadas de métodos quantitativos, a avaliação de empresas corresponde a um processo no decorrer do qual o agente avaliador incorpora premissas subjetivas e hipóteses que variam conforme os interesses e os objetivos dos possíveis compradores e analistas, situando-se, assim, em ponto distante do conceito de exatidão.

Em outros termos, diferentes avaliadores, analistas ou interessados no negócio, utilizando os mesmos conceitos e metodologias, podem chegar a diferentes valores de avaliação para uma mesma empresa, pois partem de premissas, objetivos e perspectivas diferentes.

Os vários modelos e métodos de avaliação de empresas disponíveis podem ser utilizados em conjunto ou separadamente, todavia, nenhum método isolado pode ser considerado o correto, inquestionável ou exato. Entretanto, existem métodos de avaliação mais consistentes que, de acordo com as premissas da avaliação, podem se revelar tecnicamente mais robustos e adequados dada à circunstância e as informações disponíveis.

Pode-se concluir, também, que não existe um valor correto para cada empresa, passível de uma comprovação absoluta e de aceitação geral, mas sim, valores referenciais, apurados pelas diversas metodologias, que servirão de referência e subsídio ao processo de negociação entre eventuais compradores e vendedores na definição do preço da transação empresarial, quando a qualidade das informações utilizadas é condição vital para o êxito dos trabalhos de avaliação.

Referências

- ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças corporativas e valor*. São Paulo: Atlas, 2003.
- CAVALCANTE, Paulo Roberto Nobrega. Afinal, o que é esse tal de “valor econômico”? *Caderno Temática Contábil - IOB*, São Paulo, v. 10, p. 1-7, 2002
- COPELAND, Tom. Ascensão das opções reais. *HSM Management*, Barueri, SP, n. 31, mar./abr. p. 132-136, 2002.
- COPELAND, Tom; TIM, Koller; JACK, Murrin. *Avaliação de empresas: valuation calculando e gerenciando o valor das empresas*. 3. ed. Tradução de Allan Vidigal Hastings. São Paulo: Makron Books, 2002.
- DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de investimento*. Tradução de Bazán Tecnologia Linguística. Rio de Janeiro: Qualiymark, 1997.
- DAMODARAN, Aswath. *Finanças corporativas: teoria e prática*. 2. ed. Tradução de Jorge Ritter. Porto Alegre: Bookman, 2004.
- DAMODARAN, Aswath. *Finanças corporativas aplicadas*. Porto Alegre: Bookman, 2002.
- EIRANOVA, Miguel A. Quanto vale sua empresa. *Revista HSM Management*, São Paulo, n.13. mar./abr. p. 43-46, 1999.
- ENDLER, Luciana. Avaliação de empresas pelo método de fluxo de caixa descontado e os desvios causados pela utilização da taxas de desconto inadequadas. *Contexto*, Porto Alegre, v. 4, n. 6, p. 34-37, 2004.
- FALCINI, Primo. *Avaliação econômica de empresas: técnica e prática*. São Paulo: Atlas, 2001.
- FIPECAFI. *Avaliação de empresas: do contábil ao econômico*. Organizado por Eliseu Martins. São Paulo: Atlas, 2001.
- MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; CAVALCANTE, Francisco. *Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e gestão de valor*. São Paulo: Pearson Prentice, 2005.
- MARTINEZ, Antônio Lopo. Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação dos negócios. In: Encontro da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Administração, 23., 1999, Foz do Iguaçu. Anais... Foz do Iguaçu: ANPAD, 1999. 1 CD-ROM.

MARTINS, Eliseu. Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica. *Caderno de Estudos da FIPECAFI*, São Paulo, v. 13, n. 24, p. 28-37, 2000.

NOGUEIRA, A. A. *Metodologia para determinação de valor das empresas: uma aplicação no setor têxtil*. 1999. Dissertação (Mestrado em Administração)-Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

PEREZ, M. M.; FAMA, R. *Avaliação de empresas e apuração de haveres em processos judiciais*. In: SEMINÁRIO DE ADMINISTRAÇÃO FEA/USP –SEMEAD, 6., 2003, São Paulo. Anais... São Paulo: FEA/USP, 2003. p. 15-29.

ROSS, Stephen A. *Administração financeira*. São Paulo: Atlas, 1995.

ZDANOWICZ, José E. *Estrutura e análise das demonstrações contábeis*. Porto Alegre: Sagra Luzzatto, 1998.