

**FACULDADES INTEGRADAS "ANTÔNIO EUFRÁSIO DE TOLEDO"**

**FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS E ADMINISTRATIVAS  
DE PRESIDENTE PRUDENTE**

**APLICAÇÃO DO MÉTODO "FLUXO DE CAIXA DESCONTADO"  
PARA CÁLCULO DO VALOR ECONÔMICO DE EMPRESAS: UMA  
ANÁLISE A PARTIR DE DADOS DA COMPANHIA VALE DO RIO  
DOCE**

Sidinei Teixeira Barbosa

Presidente Prudente / SP  
Setembro / 2002

**FACULDADES INTEGRADAS ANTÔNIO "EUFRÁSIO DE TOLEDO"**

**FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS E ADMINISTRATIVAS  
DE PRESIDENTE PRUDENTE**

**APLICAÇÃO DO MÉTODO "FLUXO DE CAIXA DESCONTADO"  
PARA CÁLCULO DO VALOR ECONÔMICO DE EMPRESAS: UMA  
ANÁLISE A PARTIR DE DADOS DA COMPANHIA VALE DO RIO  
DOCE**

Sidinei Teixeira Barbosa

Monografia apresentada como requisito parcial de  
Conclusão de Curso para obtenção do grau de  
Bacharel em Ciências Econômicas, sob a  
orientação do Prof. Ms. Luís Otávio Bau Macedo.

Presidente Prudente/SP  
Setembro/ 2002

# **APLICAÇÃO DO MÉTODO "FLUXO DE CAIXA DESCONTADO" PARA CÁLCULO DO VALOR ECONÔMICO DE EMPRESAS: UMA ANÁLISE A PARTIR DE DADOS DA COMPANHIA VALE DO RIO DOCE**

Trabalho de Conclusão de Curso aprovado como  
requisito parcial para a obtenção do Grau de  
Bacharel em Ciências Econômicas.

Prof Ms. Luís Otávio Bau Macedo

Prof Alvaro Barboza dos Santos

Presidente Prudente, 06 de dezembro de 2002.

Ao

Matheus, por me ajudar a manter a vida em perspectiva.

E depois mais cem vidas até começarmos a aprender que há uma coisa chamada perfeição, e ainda outras cem para nos convenceremos de que nosso objetivo na vida é encontrar essa perfeição e levá-la ao extremo.

Richard Bach.

## **AGRADECIMENTOS**

Primeiramente a Deus pela vida, pré-condição para que tudo aconteça. Aos meus pais Antônio e Guiomar pela retidão de caráter que vocês me ensinaram. Aos meus irmãos Edna, Célia, Edson e Cilene; ao Luís, Leandro, Fátima e Isao; ao Éderson, Lesley, Caio, Cassio e o pequeno Iago por me ajudarem a construir nossa família. Ao Prof. Luís Otávio Bau Macedo pela orientação técnica. Aos meus colegas de curso por compartilharem os mesmos aprendizados durante os últimos cinco anos. Ao Wagner, Regina, Nice, Andréa, Nivalda, Daniel e Márcia pelo ombro amigo. Especialmente aos professores Alvaro Barboza dos Santos e Maria Cecília Palácio Soares, de orientadores se transformaram em grandes colaboradores.

Sem vocês esse trabalho não poderia ser realizado.

## RESUMO

No presente trabalho se tem o objetivo de abordar de uma forma sucinta um modelo conceitual e operacional sobre avaliação de empresas. Espera-se que esse trabalho possa trazer informações úteis aos usuários de tais ferramentas, bem como servir de referência para quem pretender de alguma forma relacionar-se com elas.

Foi dada especial atenção aos modelos que consideram os rendimentos futuros como objeto de avaliação: Modelo do Fluxo de Caixa Descontado e Goodwill.

Na presente pesquisa, também se procurou desenvolver um modelo prático, porém este tem apenas o objetivo de demonstrar o método dentro de um modelo matemático, não houve em nenhum momento a intenção de fazer qualquer análise crítica de caráter político pelo fato de o exemplo-modelo se tratar de uma empresa pública, cuja privatização envolveu acirradas discussões políticas.

PALAVRAS CHAVES: Fluxo de Caixa Descontado; Goodwill.

## **ABSTRACT**

The present work has the objective to approach of a form sucinta a conceptual and operational model on evaluation of companies. One expects that this work can bring useful information to the users of such knowledge, as well as serving of reference who to intend of some form to become related with them. The methods had been used deductive and inductive.

Special attention was given to the models that consider the future incomes as evaluation object: Model of the Flow of Cash discounted and Goodwill. The present research looked for to develop a practical model, however this has only the objective to inside demonstrate the method of a mathematical model, did not have at no moment the intention to weave any critical analysis of character politician for the fact of our example model if to deal with a public company, whose privatization involved incited quarrels politics.

**WORDKEYS:** Deducted flow of Box; Goodwill.



## SUMÁRIO

1- INTRODUÇÃO.....	10
2- FORMAÇÃO DO ESTADO CAPITALISTA BRASILEIRO.....	19
2.1. Histórico econômico da Companhia Vale do Rio Doce-Uma análise da ação do Estado capitalista brasileiro.....	19
2.1.1. Década de 40.....	20
2.1.2 Década de 50.....	22
2.1.3 Década de 60.....	24
2.1.4 Década de 70.....	26
2.1.5 Década de 80.....	29
2.1.6 Década de 90.....	32
3- O CONCEITO DE VALOR.....	38
3.1 Relação preço-valor.....	38
3.1.1 Valor de mercado ou valor econômico.....	41
3.2 O valor de uma empresa.....	42
3.3 Limites e fatores que influenciam o processo avaliatório.....	47
3.4 Métodos de avaliação de empresas.....	52
3.4.1 Goodwill.....	52
3.4.2 Fluxo de caixa descontado.....	57
4- PREMISSAS BÁSICAS DO CÁLCULO DO VALOR ECONÔMICO DE EMPRESAS PELO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO .....	64
4.1 Critérios de projeção dos lucros líquidos do período de 2002 a 2006.....	64
4.2 Critérios de projeção dos fluxos de caixa dos períodos de 2002 a 2006.....	66
4.3 Critérios para se calcular o valor presente dos fluxos de caixa.....	67
4.4 Demonstração do cálculo da perpetuidade.....	70
4.5 Endividamento.....	70
4.6 Determinando o valor econômico ou valor de mercado da empresa.....	70
5- CONCLUSÃO.....	76
6-REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	79
ANEXOS.....	82

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

### TABELAS

TABELA 1- Resultado do PND 1991 a 1992 em US\$ milhões.....	34
TABELA 2- Fluxos de caixa período de 1997 a 2006.....	67
TABELA 3- Fluxos de caixa do período de 1997 a 2006 a valores de 1996.....	68
TABELA 4- Fluxos de caixa descontado do período de 1997 a 2006.....	69
TABELA 5 - Demonstração dos resultados dos exercícios de 1996 a 2001-valores nominais.....	72
TABELA 6 – Demonstração da projeção dos resultados dos exercícios de 2002 a 2006.....	73
TABELA 7 – Demonstração dos fluxos de caixa alcançados pela empresa no período de 2001 a 2006 .....	74
TABELA 8 – Demonstração dos fluxos de caixa projetados para o período de 2002 a 2006 .....	74
TABELA 9 – Crescimento real das vendas em porcentagem.....	75
TABELA 10 – Receita, custos, impostos(deduções), remuneração aos acionistas em % .....	75
TABELA 11- Ajustes das contas para apuração do fluxo de caixa em%.....	75
TABELA 12- Apuração da taxa de risco real em %.....	75

# 1 INTRODUÇÃO

Um dos elementos mais importantes na tomada de decisões relacionadas a uma empresa é a análise de suas demonstrações financeiras. É através dela que se pode avaliar os efeitos de certos acontecimentos sobre a sua situação financeira e econômica.

Os fatos econômicos podem se manifestar das mais variadas formas, desde a paralisação de uma fábrica até o aparecimento de um novo concorrente. Através da análise financeira pode-se ter o significado e o impacto desses acontecimentos.

O diagnóstico de uma empresa, quase sempre começa com uma rigorosa análise de balanços e relatórios financeiros, cuja finalidade é determinar quais são os pontos críticos e permitir, de imediato, apresentar um esboço das prioridades para a solução de seus problemas.

O desempenho de uma empresa tem reflexo nas demonstrações financeiras e é através de sua análise que se pode conhecer seus objetivos e resultados alcançados. A análise financeira não se restringe à política de crescimento; ela permite uma visão da estratégia e dos planos da empresa analisada. A quantidade e a qualidade das informações de que dispõe o empresário permanentemente sobre o seu negócio são fatores determinantes para colocá-lo à frente no mercado. (MATARAZZO, 1998, p. 27).

É cada vez maior a importância da empresa na economia dos países. Este fenômeno vem gerando a necessidade de as pessoas se prepararem para entrar no mundo dos negócios e sob esse aspecto, é necessário mais do que capital e sorte para concretizar sonhos de sucesso. Para quem decide fazer parte da atividade empresarial, o dinheiro é imprescindível e a sorte muito importante como espécie de acaso favorável, por pertencer ao mundo místico, no entanto não deve orientar decisões.

Grande parte das características básicas do empreendedor bem-sucedido pode ser assimilada, isto é, não ocorre no exercício da chamada experiência; há outro caminho para se formar um empreendedor que não seja a prática adquirida,

e em geral menos onerosa: a formação, a educação, a reflexão e o estudo de caso.

Observa-se que o sentido da realização e do sucesso não deve acomodar somente as vocações empresariais, é preciso estar bem informado, pois as mudanças acontecem cada vez mais rapidamente. As decisões de ontem podem já não ser mais apropriadas, o amanhã será outra realidade, portanto é preciso estar preparado para essa dinâmica de decisões.

O mais conhecido sistema de informações de uma empresa é sem dúvida os registros contábeis. São nesses registros contábeis e nos relatórios produzidos a partir deles que se pode usualmente conhecer o desempenho das atividades operacionais e financeiras de uma empresa. Todas as demonstrações contábeis e patrimoniais são de grande importância, elas representam na verdade o histórico da vida da empresa durante sua trajetória. (MATARAZZO, 1998, p. 29)

No entanto, quando se fala em valor da empresa, fatores econômicos, alguns de efeito imediato como políticas vigentes, relação salário-preço e outros de efeito em longo prazo, como por exemplo, as políticas econômicas e fiscais do governo, o crescimento demográfico, os gastos públicos e o capital social adquirido representado pelo potencial de experiências e competências individuais das pessoas direta ou indiretamente ligadas à empresa, mas que de alguma forma agrega valor a ela têm influência sobre a avaliação.

A importância das condições econômicas gerais e as perspectivas do setor a que pertence a empresa, no processo de avaliação, são fatores que não podem ser esquecidos, enfatizam a necessidade de compreender como a empresa está progredindo em relação ao seu setor de atuação. Essa análise setorial fornece elementos necessários ao dimensionamento dos lucros futuros da empresa. (NEIVA, 1997, p. 18)

Sob esse aspecto, para as empresas em funcionamento, cujo valor depende de sua continuidade, a capacidade de gerar lucros é, geralmente, o mais importante fator de avaliação. Significa dizer que uma organização, dentro de sua visão estratégica de negócios, se define como perseguidora de resultados

positivos que permitem retribuir seus investidores. Numa visão tática, os gestores traduzem essa realidade para horizontes mais delimitados, relacionando-a a metas específicas em termos de receitas, custos, despesas, lucro e indicadores de eficiência.

A geração de caixa é algo fundamental na organização, em seu estágio inicial, em seu desenvolvimento e mesmo no momento de sua extinção ou negociação. Toda a teoria de finanças leva isto em conta, apontando as decisões empresariais como busca de geração de caixa que possa influenciar desde um projeto de investimento isolado até decisões mais abrangentes como as fusões e aquisições. O pensamento dominante é de que, analisando-se o passado, poderá se visualizar o futuro, supondo que o comportamento da empresa no futuro seja igual ao do passado.

No Brasil, após a determinação da Lei 6.404 de 15/12/1976, começou-se a divulgar a DOAR<sup>1</sup>, porém, ainda hoje, os analistas pouco conhecem das potencialidades informativas dessa demonstração e pouco as utilizam para a emissão de seus pareceres. (MATARAZZO, 1998, p. 27)

Isso ocorre porque a referida lei foi criada para regulamentar as sociedades de capital aberto podendo ser utilizada para as demais, mas não as obrigando a proceder à adequação de relatórios financeiros e econômicos como fluxo de caixa em seu Balanço Patrimonial. Por esse motivo, somente as empresas de grande e médio porte os utilizam como peça importante, porém não obrigatória em suas demonstrações contábeis e mesmo para as sociedades de capital aberto cuja exigência se faz para a DOAR, o fluxo de caixa, considerado como peça fundamental para a avaliação econômica não é obrigatória e sim facultativa.

Não se deve, no entanto, ignorar as demonstrações contábeis e patrimoniais da empresa para efeito de sua avaliação. Ressalva-se, porém a necessidade de serem realizados alguns ajustes na posição patrimonial até mesmo no lucro, dependendo do objetivo da análise.

---

<sup>1</sup> Demonstração das origens e das aplicações dos recursos. A DOAR é uma peça obrigatória na elaboração do balanço patrimonial das em empresas de capital aberto, exigibilidade desde a implantação da Lei 6.404 de 15/12/1976 tem o objetivo de demonstrar de forma resumida o fluxo de caixa gerado no exercício e suas aplicações.

Talvez em virtude das dificuldades de ajustes, os relatórios financeiros que servem de base para análise provisional de resultados futuros, ainda é pouco usada no Brasil, diferentemente do que ocorre com alguns bancos americanos que a empregam em larga escala e até como última palavra dos seus modelos de análise.

Nesse sentido, considera-se neste trabalho que a capacidade de geração de lucros de uma empresa, além de ser um instrumento precioso para as tomadas de decisão e análise de grande parte do desempenho operacional e financeiro de uma empresa, é também o fator mais importante a ser observado no momento em que se pretende avaliá-la para fins de venda, cisão, incorporação e privatização ou mesmo quando se pretende saber o valor econômico de um empreendimento com o objetivo de avaliar a variação da riqueza que ela representa a valores de mercado.

Não se pretende aqui, fazer nenhuma crítica sobre a eficiência dos relatórios contábeis obrigatórios ou usualmente utilizados por analistas de empresa, cabe, porém, ressaltar que neste trabalho discute-se o valor da empresa sob o ponto de vista do mercado no momento em que os interessados se preparam para comprá-la ou vendê-la e que, mais importante do que seus resultados passados, serão com certeza os resultados futuros capazes de remunerar o capital investido. Equivale dizer que os relatórios contábeis obrigatórios e financeiros estruturados de acordo com as normas brasileiras de contabilidade serão neste trabalho tratados como instrumentos de grande importância e base para o modelo de avaliação aqui proposto, porém deverão sofrer alguns ajustes para que possam demonstrar o valor econômico a ser encontrado.

Os métodos utilizados foram os dedutivo e indutivo para demonstrar o comportamento da empresa e as políticas do período.

Quanto às técnicas, foi utilizada a secundária, através da pesquisa documental, abrangendo publicações da empresa, relatórios da administração, balanços patrimoniais, livros, artigos de revistas e jornais que contribuíram para a elaboração deste trabalho.

## 2 FORMAÇÃO DO ESTADO CAPITALISTA BRASILEIRO-PLANEJAMENTO E CRESCIMENTO

Planejar consiste num processo que estabelece objetivo, define linhas de ação e planos detalhados para atingi-los e determina os recursos necessários à execução dos mencionados objetivos. O planejamento, reduzido às suas proporções essenciais, envolve a escolha de um curso de ação dentre diversas alternativas analisadas, que leva a um objetivo prefixado. O planejamento faz parte de uma ação voltada para o futuro.

O processo de planejamento é um fenômeno típico do século XX. Os anos 50, fortemente influenciados pelas idéias keynesianas,<sup>2</sup> presenciaram a apresentação do planejamento econômico como uma técnica superior do governo na construção de políticas econômicas. Um dos marcos na história do planejamento é a Segunda Guerra Mundial; a necessidade de mobilização total de recursos tanto humanos quanto materiais, assim como a sua alocação racional frente à multiplicidade de gastos levou os países, direta ou indiretamente envolvidos no conflito, a estabelecerem um processo de planejamento central que pudesse, eficiente e inteligentemente enfrentar tais desafios. Ao planejamento de guerra, seguiu-se o plano de reconstrução, cabendo especial atenção ao Plano Marshall<sup>3</sup>. ( LOPES, 1990, p. 57)

Na América Latina, o impacto do progresso de planejamento foi mais modesto, tendo havido maior ênfase em planos regionais e setoriais, a notar uma forte corrente doutrinária dentro da economia do desenvolvimento conhecida como "estruturalismo"<sup>4</sup>. (LOPES, 1990, p. 61)

---

<sup>2</sup> Conjunto de idéias que propuseram a intervenção estatal na vida econômica com o objetivo de conduzir a economia a um pleno emprego. As teorias de John Maynardes Keynes tiveram enorme influencia na renovação das teorias clássicas e na reformulação da política de abertura dos mercados.

<sup>3</sup> "Plano de Reconstrução" da Europa, que exigia de cada país participante um plano de quatro anos com especificações dos recursos e sua utilização.

<sup>4</sup> Corrente de pensamento econômico que visa o crescimento via mudança estrutural de produção. A economia passa de simples produtora de bens primários voltados para o consumo interno para produtora de bens de exportação.

Implantada em 1948 no Chile, a CEPAL<sup>5</sup>, patrocinou a publicação do influente trabalho Introdução à Teoria do Planejamento, em 1955.

Em países em desenvolvimento como o Brasil, pelas suas características especiais, pela escassez de recursos e relativa simplicidade de estrutura econômica, o processo de planejamento era visto como instrumento ideal de otimização dos investimentos em setores básicos da economia.

Segundo LOPES (1990, p. 81), pode-se dividir a história econômica do Brasil, em duas grandes etapas: o período mercantil, até 1930, e o período industrial, de 1930 em diante.

No período mercantil, destacam-se duas fases: a fase colonial, composta de dois grandes ciclos, o ciclo da cana-de-açúcar, no século XVII, e o ciclo do ouro, no século XVIII, e a fase primário-exportadora, caracterizada principalmente pela expansão cafeeira iniciada no século XIX, quando se verifica um significativo processo de desenvolvimento que entrou em declínio na década de 1930. É nessa fase primário-exportadora que começa a ocorrer, efetivamente, a acumulação primitiva de capital na economia brasileira. (REGO et al, 2000).

O primeiro surto industrial, no final do século XIX, já acontece como fruto da expansão cafeeira, mas é com a crise de 1930<sup>6</sup> que o processo de industrialização se acelera por intermédio de um processo de substituição de importações<sup>7</sup>, resultado da crise e das fortes desvalorizações cambiais, que além de acarretar em diminuição das importações e aumento da produção interna, estabeleceram um novo nível de preços relativos, com base nos quais, desenvolveram-se indústrias destinadas a substituir os importados. O saldo desse

---

<sup>5</sup> Comissão Econômica para a América Latina. Órgão regional das Nações Unidas(ONU), criado em 1948, com o objetivo de estudar e propor políticas de desenvolvimento aos países latino-americanos. Está sediada em Santiago(Chile) e, desde sua fundação, tem sido um dos principais centros de reflexão sobre a economia da região. Seu grande impulsionador foi o argentino Raul Prebisch, que juntamente com Celso Furtado, Aníbal Pinto, Aldo Ferrer, Maria Conceição Tavares, Osvaldo Sunkel e outros produziram obras que marcaram profundamente o pensamento crítico à teoria das vantagens comparativas do comércio internacional, desenvolvendo uma abordagem histórico-estruturalista baseada no entendimento da evolução econômica e social dos países latino-americanos no contexto de relações econômicas externas adversas e de dependência.

<sup>6</sup> Crise econômica mundial que atingiu a maioria dos países do mundo. Período de maior redução do nível de atividade em quase todos os países e que só terminou com o início da Segunda Guerra Mundial.

<sup>7</sup> Início da produção interna de bens antes importados.



processo para a economia brasileira foi a rápida ascensão da indústria, que passou a ser o fator dinâmico principal de criação de renda interna.

A Grande Depressão de 1930 enfraqueceu o liberalismo econômico que reinava por meio século. O mundo que emergiu da Grande Depressão e da Segunda Guerra Mundial foi marcado pelas políticas econômicas intervencionistas de inspiração keynesiana e pela busca do estado de bem-estar social nos países desenvolvidos. Surgiu desse intervencionismo estatal, as políticas de planejamento econômico com o objetivo de orientar as políticas e ações do Estado no sentido de recuperar o dinamismo econômico tão abalado pela Grande Depressão de 30.

Também no Brasil, pode-se perceber a partir de então uma forte corrente nacionalista da qual o marco foi a Revolução de 1930, que ocasionou a perda da hegemonia política da burguesia cafeeira em favor da classe industrial ascendente. O processo de industrialização no país intensificou-se a partir de então. (REGO et al, 2000, p.66)

Em novembro de 1937, ocorreu um golpe militar liderado pelo presidente Getúlio Vargas, eleito indiretamente em 1934, pela Assembléia Nacional Constituinte, e cujo mandato terminaria em 1938. Esse golpe significou a instauração do período ditatorial conhecido como Estado Novo, que se estenderia até 1.945, concentrando no governo central a maior soma de poderes desde a independência. Além de representar o fim da descentralização republicana, fruto do próprio enfraquecimento da oligarquia cafeeira, o golpe militar representou uma tentativa de afirmação de um projeto nacional, no qual caberia ao Estado assumir o papel de indutor do desenvolvimento industrial.

Na década de 1930, os capitais privados nacionais eram ainda bastante frágeis e não fazia parte da estratégia das empresas capitalistas internacionais produzir em outros países, especialmente nos chamados países subdesenvolvidos, portanto, a única possibilidade de se implantar grandes indústrias no Brasil, residia na ação estatal e essa era a proposta de Getúlio Vargas. (REGO, et al, 2000, p. 69)

---

Após o fim da Segunda Guerra, o país redemocratizou-se e o governo Dutra foi eleito, iniciando seu governo dentro dos princípios liberais de Bretton Woods e em julho de 1947, diante da impossibilidade de sustentar a política de câmbio desvalorizado adotado por Getúlio Vargas que resultara numa grande escassez de moedas fortes, sobretudo de dólares, voltam os controles cambiais. A conjugação de uma taxa de câmbio supervalorizada com controle cambial, a partir de 1947, produziu um triplo efeito em benefício da industrialização substitutiva de importações: subsídio às importações de bens competitivos; protecionismo contra a importação de bens competitivos e aumento da rentabilidade da produção para o mercado interno.

Enquanto no mundo capitalista desenvolvido, especialmente nos países europeus, o planejamento estatal estava sendo intensamente utilizado, a única tentativa de intervenção estatal do Governo Dutra foi o Plano Salte que procurava coordenar os gastos públicos nas áreas de saúde, alimentação, transporte e energia. Por não terem sido asseguradas as fontes de financiamento, na verdade, o Plano Salte mal saiu do papel.

A volta de Getúlio Vargas ao governo em 1951, desta vez por eleições diretas, significou uma nova tentativa de superação nacionalista dos estrangulamentos do Programa de Substituição de Importações e dos entraves à afirmação de um projeto nacional, bem como alavancagem do processo de industrialização com o desenvolvimento da indústria pesada. A criação do BNDE<sup>8</sup>, financiado através da cobrança de um adicional do imposto de renda, foi fundamental para o financiamento de projetos de implantação industrial. Também bastante importante foi a Instrução 70 da SUMOC (Superintendência da Moeda e do Crédito), que condicionava as importações aos interesses industriais, mediante o leilão de divisas com câmbio diferenciado conforme a prioridade da importação.(REGO et al, 2000, p. 80)

Com o suicídio de Vargas em 1954, assumiu o governo o vice-presidente Café Filho, que executou duas políticas econômicas distintas. A primeira, com o ministro Eugênio Gudin, inimigo das propostas desenvolvimentistas, cuja principal

---

<sup>8</sup> Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico. Formado em 1952 para gerir fundo de reaparelhamento econômico e que decorria das recomendações da Comissão Mista Brasil-Estados Unidos.

ação foi a implantação da Instrução 113 da SUMOC que permitia às empresas estrangeiras instaladas no Brasil, importar máquinas e equipamentos sem cobertura cambial para a complementação dos conjuntos industriais já existentes no país; benefício não concedido às empresas nacionais, que já se encontravam em situação de inferioridade em relação às empresas estrangeiras, que quase sempre importavam máquinas e equipamento de segunda mão, resultante de linhas de produção obsoletas e já desativadas em seus países de origem. A segunda, com o ministro José Maria Whitaker, propunha uma unificação das dez taxas distintas, cinco de importação, quatro de exportação e a do mercado livre, elaborada sob os conselhos do FMI<sup>9</sup>, que significou a derrota de uma política desenvolvimentista, impulsionadora do PSI<sup>10</sup>.

Contrariamente ao projeto nacionalista de Vargas, o governo de Juscelino Kubitschek de Oliveira(1956-1961), tinha uma clara aceitação da predominância do capital externo, limitando o capital nacional ao papel de sócio menor deste processo. O crescimento industrial que ocorreu a partir do governo de JK estava estruturado em um tripé formado pelas empresas estatais, pelo capital privado estrangeiro e como sócio menor o capital privado nacional. Devido ao tamanho do mercado interno, o Brasil, tornou-se um espaço privilegiado para a atuação das empresas multinacionais (EMN), que passaram a dominar amplamente a produção industrial brasileira; dada as escalas de produção e intensidade de capital necessária, foi inevitável a supremacia do capital externo, dominando amplamente os setores industriais dinâmicos da nossa economia. No entanto, havia setores em que a participação estrangeira foi bastante restrita, por

---

<sup>9</sup> Organização financeira internacional, criada em 1.944, na Conferência de Breton Woods (Estados Unidos). É uma agência especializada da Organização das Nações Unidas (ONU), com sede em Washington, e faz parte do sistema financeiro internacional. O FMI foi criado com a finalidade de promover a cooperação monetária dos países capitalistas, coordenar disparidades cambiais e levantar fundos entre os diversos países membros para auxiliar os que se encontram em dificuldades nos pagamentos internacionais. Os arquitetos do Fundo Monetário Internacional pretendiam construir um sistema de taxas de câmbio fixas que viabilizasse o crescimento do comércio internacional embora tornassem os requisitos do equilíbrio externo suficientemente flexíveis, de modo que pudessem ser atendidos sem sacrificar o equilíbrio interno. Com essa finalidade, o regulamento do FMI previa financiamentos para os países deficitários.

<sup>10</sup> Modelo de industrialização por substituição de importações. Além de significar o início da produção interna de bens antes importado significa também uma mudança qualitativa na pauta de importações do país. Conforme aumenta a produção interna de bens de consumo anteriormente importados, aumenta também a importação de bens de capital e de bens intermediários necessários para essa produção.

imposições legais ou mesmo por estratégias de investimentos das EMN; foram os casos dos setores financeiro, de mineração, serviços em geral, construção civil e agricultura.

De volta o regime militar, que assumiu a direção do país em 1964, pôs fim ao chamado populismo<sup>11</sup> no país. O governo militar assumiu o país comprometido com a superação das políticas populistas consideradas atrasadas e ultrapassadas, embora mantivesse um discurso desenvolvimentista. A partir daí todas as ações buscavam uma interação maior com os países capitalistas desenvolvidos. O resultado foi o aumento da internacionalização da economia brasileira com relação aos capitais externos e a consolidação dos oligopólios, com o franco predomínio das EMN. O aumento da dependência externa que se refletiu, sobretudo no enorme aumento da dívida externa do país (aproveitamento da liquidez internacional de capitais durante a década de 60), foi determinante para os rumos da economia brasileira a partir de então. (REGO et al, 2000, p.80)

## **2.1 Histórico econômico da Companhia Vale do Rio Doce: uma análise da ação do Estado capitalista brasileiro.**

Com a primeira Constituição Republicana de 1891, foram totalmente alteradas as regras para a exploração mineral do país. Pela nova Carta, os proprietários das terras onde fossem encontradas reservas minerais, seriam também proprietários destas jazidas. Além disso, a lei permitia que estas reservas fossem exploradas por empresas estrangeiras.

A civilização industrial colocava em cena novas descobertas da ciência e através de técnicas recém inventadas, o ferro, um mineral até então pouco valorizado adquiria têmpera de aço. Geólogos e engenheiros mapeavam, então, o subsolo brasileiro, não só em busca do ouro, mas também em busca do ferro e descobriram que o chão de Minas Gerais, compreendido pelo quadrilátero formado pelas cidades de Conselheiro Lafayette, Mariana, Sabará e Itabira, abrigavam três bilhões de toneladas de minério de ferro. (CVRD, 2002)

---

<sup>11</sup> Governo cujas políticas estão voltadas para o povo.

Estas informações fizeram com que grandes mineradoras da Inglaterra, Estados Unidos, Bélgica e França voltassem a atenção para o Brasil, comprando a preços irrisórios, boa parte das jazidas do rio Doce. As minas de Itabira foram adquiridas pela Itabira Iron Ore Company, fundada por engenheiros ingleses. A empresa assumia ainda o controle acionário da Estrada de Ferro Vitória-Minas (EFVM), uma incipiente ferrovia que desde 1903 escoava a produção agrícola do vale do Rio Doce. Em 1919, a Itabira Iron foi comprada pelo empresário norte-americano Percival Farquhar que pretendia conseguir o monopólio da produção e exportação do minério de ferro da região.

Com a revolução de 1930, o presidente Getúlio Vargas colocou em prática um discurso que previa a nacionalização das reservas minerais do país, estabelecendo uma luta entre nacionalistas e liberais. Tentando aplacar os ânimos, Percival Farquhar se uniu a empresários brasileiros e nacionalizou a Itabira Iron, transformando-a em duas empresas: Companhia Brasileira de Mineração e Itabira Mineração. (CVRD, 2002).

### **2.1.1 *Década de 40***

O marco histórico do planejamento brasileiro pode ser fixado em 1939. Foi neste ano que o Decreto Lei 1.058 de 19/01/1939 criou o chamado Plano Especial de Obras Públicas e Aparelhamento da Defesa Nacional. Pretendia-se com o Plano Especial, promover a criação de indústrias básicas como a siderurgia, executar obras públicas, consideradas indispensáveis e efetuar o aparelhamento da defesa nacional. O plano era quinquenal, prevendo um investimento total de três bilhões de cruzeiros.

Os anos de 1942 e 1943 foram importantes no processo inicial de formação do espírito de planejamento no país. Em 29 de dezembro de 1943, pelo Decreto Lei 6.144, o presidente Vargas instituiu o Plano de Obras e Equipamentos, também quinquenal e composto de orçamentos e obras públicas. A exemplo do Plano Especial de 1939, o Plano de Obras e Equipamentos objetivava apoiar obras públicas e indústrias básicas. (REGO et al, 2000, p. 66)

Em julho de 1940, a Itabira Mineração efetuou o primeiro embarque de minério de ferro pelo porto de Vitória: 5.750 toneladas, com destino a Baltimore, Estados Unidos, e em 03 de março de 1942, Inglaterra e Estados Unidos assinaram os Acordos de Washington, que definiam as bases para a instalação, no país, de uma produtora e exportadora de minério de ferro. Pelos acordos caberia à Inglaterra comprar e transferir ao governo brasileiro as minas de Itabira e a estrada de ferro Vitória Minas(EFVM), enquanto os Estados Unidos seria responsável pelo financiamento necessário para a implantação deste projeto. Para a mecanização das minas de Itabira, reconstrução da EFVM, que se encontrava em péssimas condições, o governo contou com um empréstimo de US\$ 14 milhões concedido pelo EXIMBANK<sup>12</sup>. (BAIZ, 1996, p. 17)

A Europa, envolvida com a Segunda Guerra Mundial, demandava cada vez mais minério de ferro, matéria-prima estratégica para a alimentação da indústria bélica. Em 1º de julho de 1942, como consequência dos acordos de Washington, o presidente da República Getúlio Vargas criou pelo Decreto Lei 4.352, a Companhia Vale do Rio Doce, que foi constituída como uma sociedade anônima de economia mista, destinada à exploração do comércio, transporte e exportação de minério de ferro das minas de Itabira e ainda do tráfego da EFVM. (CVRD, 2002)

Durante a década de 40, primeira década de sua existência, a empresa experimentou momentos difíceis, carência de infra-estrutura e fortes pressões exercidas pelo seu maior credor o EXIMBANK. A urgência de implantação do projeto, e a escassez de recursos colocam a CVRD face a vários problemas cujas consequências redundou no não cumprimento de seu objetivo, exportando em seu primeiro ano apenas 291.180 toneladas de minério, seu compromisso de acordo com as cláusulas do acordo firmado, seria de exportar no mínimo 1,5 milhão de toneladas anuais. (BAIZ, 1996, p. 19)

### **2.1.2 Década de 50**

---

<sup>12</sup> Banco de Exportação e Importação dos Estados Unidos.

O Plano Salte assim denominado em função dos quatro setores de sua atuação, saúde, alimentação, transporte e energia, aprovado em maio de 1950, exatamente dois anos após a entrega do seu anteprojeto e instituído pela Lei 1.102 de 18 de maio de 1950, foi o primeiro plano a mostrar preocupação com a coordenação entre as atividades competentes. O plano, na realidade, foi sendo desfigurado e descaracterizado durante sua existência pela defasagem entre os recursos efetivamente aplicados e as dotações previstas, pelo retardamento ocorrido até que pudesse sua administração adquirir independência financeira e estabelecer um sistema de controle indispensável e pela excessiva concentração de poderes na Presidência da República, que em certos momentos chegou a inviabilizá-lo. Mesmo assim, o plano atingiu seu período previsto de cinco anos. Embora totalmente esgotado a partir de 1953, constitui etapa importante na história do planejamento brasileiro, em especial pelo roteiro de atividades básicas por ele representado. (REGO et al, 2000, p. 80)

No dia 1º de fevereiro de 1956, após a posse do presidente Juscelino Kubitschek, foi criado por decreto o Conselho de Desenvolvimento como precedente à criação do Programa de Metas, cujas atribuições eram as seguintes:

- ◆ Estudar as medidas necessárias à coordenação da política econômica do país, particularmente em relação ao seu desenvolvimento econômico;
- ◆ Elaborar planos e programas que visassem a aumentar a eficiência das atividades governamentais, bem como a fomentar a iniciativa privada.
- ◆ Analisar relatórios e estatísticas relativas à evolução dos diferentes setores da economia do país com o propósito de integrá-los na formação da produção nacional;
- ◆ Estudar e preparar anteprojeto de leis, decretos ou atos administrativos julgados necessários à consecução dos objetivos supramencionados;
- ◆ Acompanhar e assistir a implementação, pelos Ministérios e Bancos Oficiais competentes, de medidas e providências concretas cuja adoção houvesse recomendado.(REGO, et al, 2000, p. 89)

O Plano de Metas estimulou decisivamente o programa de substituição de importações, especialmente no setor de bens de consumo duráveis, e mesmo em

importantes áreas do setor de bens de capital, como no ramo de máquinas e de equipamentos. Segundo as metas e propostas do plano, os setores de energia, transporte, siderurgia e refino de petróleo receberiam maior parte dos investimentos do governo. Segundo REGO, et al, (2000) a política do plano dava tratamento preferencial ao capital estrangeiro, financiava os gastos públicos e privados através da expansão dos meios de pagamento e do crédito via empréstimos do BNDE, bem como por meio de avais para tomada de empréstimos no exterior. Aumentava a participação do Estado na formação de capital, estimulando a acumulação privada.

O crescimento industrial que ocorreu a partir do início do governo JK estava estruturado em um tripé formado pelas empresas estatais, pelo capital privado estrangeiro, e como sócio menor, o capital privado nacional. As empresas multinacionais passaram a dominar amplamente a produção industrial brasileira, especialmente os setores mais dinâmicos da indústria de transformação. A criação das empresas multinacionais foi consequência direta das características da industrialização no capitalismo monopolista. Dada as escalas de produção e intensidade de capital necessária, foi inevitável a supremacia do capital externo, dominando amplamente os setores industriais mais dinâmicos de nossa economia.(REGO et al, 2000, p. 92)

Nesta década, a CVRD efetuou obras de infra-estrutura alcançando ganho de produtividade e eficiência operacional. Dentro de uma conjuntura favorável ocasionada pela guerra da Coréia, que impossibilitava a substituição de seu minério, a Vale implementou uma agressiva política de aumento de preços, o que permitiu solucionar seu problema de ordem financeira. Tendo a empresa superado grande parte dos problemas iniciais, ocorre sua consolidação empresarial, além de seu completo controle operacional pelo governo brasileiro em 1952. Em 1954, preocupada com a devastação da Mata Atlântica no Espírito Santo, a empresa resolve investir em reflorestamento. Em 1956, compra a Reserva Florestal de Linhares, no Estado do Espírito Santo, com 23 mil hectares que permanece intocada até hoje. (CVRD, 2002)



### **2.1.3 Década de 60**

A breve atuação do presidente Jânio Quadros foi marcada na área de planejamento público, pela criação da Comissão Nacional de Planejamento (COPLAN) em agosto de 1961. Em outubro 1961 toma posse o presidente João Goulart. Neste período o conselho de ministros publicou um documento importante e que teve influência direta sobre a criação do Plano Trienal.

O Plano Trienal procura, pela primeira vez, soluções estruturais para o problema econômico-social do país, partindo do princípio que o crescimento acelerado dos países em desenvolvimento faz-se sempre com rápidas e profundas modificações estruturais. Tais modificações, por sua vez, ao provocar descontinuidade nos processos em curso, reduzem de maneira significativa a experiência anterior como guia para a ação futura, já que são alteradas as tendências empiricamente comprovadas. Nestas condições, o papel do planejamento é de suma importância, já que lhe caberia antecipar as principais modificações estruturais requeridas e indicar medidas a serem tomadas, de forma a viabilizá-la. (REGO et al, 2000, p. 99)

O Plano Trienal, definido de forma sucinta, era na verdade um plano de estabilização. Estabelecia uma reforma de bases cujas diretrizes estavam voltadas para as bases requeridas pelo desenvolvimento econômico, por isso de difícil implementação, pois estabelecia controles que não contavam em absoluto com a simpatia popular. Tais controles almejavam reduzir a taxa inflacionária, já então alarmante, e o desequilíbrio nas contas externas.

O PAEG foi preparado em 90 dias, apresentado ao Congresso em agosto de 1964, envolvia o período de 1964/1966 e reativava o Ministério Extraordinário para o Planejamento e Coordenação Econômica. (REGO et al, 2000, p. 104)

Em sua introdução, o PAEG enfatizava a viabilidade do modelo de planejamento econômico dentro de uma economia de mercado, repetindo a preocupação do Plano Trienal de justificar a existência do processo em países não socialistas.

Neste contexto, o planejamento econômico vai importar numa definição sistemática das medidas e a criação de ordem da qual operará aquilo que se

convencionou chamar de forças de mercado, de maneira compatível com a distribuição de renda desejada e a meta de maximização de desenvolvimento econômico.

O relativo sucesso do PAEG e a manutenção da hegemonia do poder executivo brasileiro levaram o presidente Castelo Branco já no final do seu mandato a propor a elaboração de um Plano Decenal (1967-1976) com o objetivo de oferecer aos governos seguintes uma linha comum de ação sintonizada com os efeitos do PAEG. Apesar do esforço despendido em sua elaboração, o Plano Decenal não passou de um conjunto de estudos e diagnósticos setoriais e regionais que nem sequer chegou a ser executado e foi rapidamente esquecido. (LOPES, 1990, p. 91)

O Programa Estratégico de Desenvolvimento foi preparado a partir de 1967 pelo governo do presidente Costa e Silva, não guardando muita relação com as recomendações do Plano Decenal. O Programa Estratégico pretendia reorientar a economia, no período de 1968-1970, de forma a corrigir certas distorções que se faziam sentir e foram fixados os seguintes objetivos:

- ◆ Manter o controle do balanço de pagamento
- ◆ Evitar o agravamento das disparidades econômicas regionais e setoriais.
- ◆ Realizar reformas econômicas e sociais.
- ◆ Assegurar a manutenção do clima de ordem interna e estabilidade institucional.

Durante a década de 60, a Vale passou por um crescimento acelerado que permitiu sua consolidação como grande empresa exportadora e é incluída entre as seis maiores do mundo. (CVRD, 2002)

Em 1962, foi criada a Vale do Rio Doce Navegação S/A (DOCENAVE) e ainda assinados os primeiros contratos de longo prazo para fornecimento de minérios de ferro. Com a ampliação de suas atividades de transportes marítimos, ocorre a expansão da Docenave e a criação de outras subsidiárias; a Seara Shipping Corporation e a Nipon Brasil Bulk Carriers Ltda. (CVRD, 2002)

O contrato assinado com a Petrobrás e a Usiminas, assegura cargas de retorno para seus navios, possibilitando a constituição de sua frota de navios de grande porte e chega ao final da década de 60 acumulando capacidade técnica, gerencial e financeira que deu a Vale condições para a diversificação de atividades que a tornaram um grande conglomerado, fatores e condições favoráveis econômicas e competitivas para o momento. (BAIZ, 1996, p. 28 )

#### **2.1.4 Década de 70**

O presidente Médici tomou posse em outubro de 1969 ainda na vigência do Programa Estratégico de Desenvolvimento cujos grandes objetivos traçados desde o PAEG ainda continuavam válidos. O lema era continuidade com aperfeiçoamento e já que o processo de Planejamento permitia inovar e corrigir sem descontinuar, o presidente Médici julgou necessário apenas explicar as diretrizes de seu governo. Em setembro de 1970 publicou um documento de ação cujos objetivos seriam o ingresso do Brasil no mundo desenvolvido até o final do século, com incremento do processo de desenvolvimento auto-sustentado<sup>13</sup>, expansão do emprego, progresso social, taxa decrescente de inflação, política racional de balanço de pagamento, correção dos desequilíbrios regionais e setoriais, estabilidade política e segurança nacional.

O I Plano Nacional do desenvolvimento econômico (I PND) instituído pela Lei 5.727 de 4 de novembro de 1971, foi desenvolvido para o período de 1972 a 1974 e seguia basicamente o formato estabelecido antes pelas Metas e Bases. Pela primeira vez na história do planejamento econômico brasileiro é introduzida a expressão modelo brasileiro de desenvolvimento que consistia em organizar o Estado e moldar as instituições para, no período de uma geração, transformar o Brasil em nação desenvolvida. (LOPES, 1990, P. 93)

---

<sup>13</sup> Modelo de desenvolvimento que atende as necessidades de desenvolvimento presentes sem, contudo comprometer as possibilidades futuras de atender suas próprias necessidades. Fazem parte deste modelo dois conceitos-chave: conceito de necessidade, principalmente a necessidades dos pobres do mundo e noção das limitações que o estágio tecnológico e da organização social impõe ao meio ambiente, impedindo-o de atender as necessidades presentes e futuras.

A estratégia global adotada que consiste seguramente na peça de resistência do I PND envolve a expansão da fronteira econômica, uso intenso de recursos humanos, consolidação do desenvolvimento do Centro Sul e industrialização do Nordeste; tudo com o objetivo de aprimorar o poder de competição nacional. As propostas do I PND consistiam em :

- ◆ Criação e produção de insumos essenciais a preços internacionalmente competitivos;
- ◆ Política de capitalização, de viabilização e fortalecimento para a formação do capital real das empresas;
- ◆ Criação do modelo brasileiro de capitalismo industrial (formação da grande empresa nacional e sua participação em empreendimentos de grandes dimensões);
- ◆ Política de modernização da empresa nacional, privada e pública.

O II PND (II Plano Nacional de Desenvolvimento), instituído pela Lei 6.151 de dezembro de 1974, encontrou sérios obstáculos em especial na dificuldade e demora na adaptação da economia do país à crise do petróleo. Seus objetivos principais eram:

- ◆ Manter o crescimento econômico acelerado dos anos anteriores;
- ◆ Reafirmar a política de contenção da inflação;
- ◆ Manter em relativo equilíbrio o balanço de pagamento;
- ◆ Realizar política de melhoria de distribuição de renda simultaneamente com o crescimento econômico;
- ◆ Preservar a estabilidade social e política;
- ◆ Realizar o desenvolvimento sem deterioração da qualidade de vida e sem devastação de recursos minerais. (LOPES, 1990, p. 94)

Nesta década, por se encaixar perfeitamente nas metas do II PND, a CVRD é estimulada pelo governo a diversificar seus investimentos. Em 1971, foi criada a Rio Doce Geologia (DOCEGEO), que a partir de investimentos de US\$ 82 milhões, durante sete anos, promoveu a maior pesquisa geológica já

realizada no Brasil. Essas pesquisas concluíram que, em Carajás, se encontrava a maior reserva de minério de ferro do mundo, com 18 bilhões de toneladas; a CVRD acrescentou mais 35 novos pontos de extração, envolvendo 11 minerais diferentes em treze estados do país. (BAIZ, 1996, p.29)

Em 1973 foi criada a Celulose Nipo Brasileira S/A (CENIBRA), com capacidade de produção de 750 toneladas diárias de celulose a partir de cavacos de madeira fornecidos pelas Florestas Rio Doce; a Companhia Ítalo Brasileira de Pelotização (ITABRASCO), empresa formada pela CVRD e o grupo italiano Finsider International, para construir e operar um usina de pelotização junto ao porto de Tubarão, no Estado do Espírito Santo, com capacidade para produzir três milhões de pelotas por anos. Em 1974 foi criada a Companhia Nipo Brasileira (NIBRASCO), *Joint Venture*<sup>14</sup> integrada pela CVRD e um grupo de siderúrgicas japonesas, liderado pela Nippon Steel, com capacidade para produzir seis milhões de toneladas anuais de pelotas; a Companhia Hispano Brasileira de Pelotização (HISPANOBRAS), empresa formada pela CVRD e a espanhola Ensidesa, com produção prevista de três milhões de toneladas de pelotas; a Alumínio Brasileiro S/A (ALBRAS), *Joint Venture* formada pela CVRD e pela Nippon Amazon Aluminium, com capacidade para produzir 160 mil toneladas anuais de alumínio primário e a Mineração Rio do Norte (MRN), consórcio multinacional para a exploração das jazidas de bauxita às margens do rio Trombetas, no Estado do Pará, com produção inicial estimada de 3,4 milhões de toneladas anuais. Em 1976 foi criada a Minas da Serra Geral (MSG); a Urucum Mineração S/A, visando a exploração das reservas de manganês das serras de Urucum e Jacadigo, no município de Corumbá, no Estado do Mato Grosso. Em 1978 foi criada a Alumina do Norte Brasil (ALUNORTE), empresa produtora de alumínio com produção prevista de 800 mil toneladas anuais. Nesta década a CVRD tornou-se a maior exportadora de minério de ferro do mundo, detentora de 16% do mercado transoceânico do produto. (CVRD, 2002).

---

<sup>14</sup> Empreendimento conjunto. Associação entre empresas ou entre países, sob a forma de capital, trabalho ou recursos naturais.

### **2.1.5 Década de 80**

Nos anos 80, a economia brasileira foi marcada por graves desequilíbrios externos e internos, mergulhando o país numa profunda crise de estagnação econômica e altas taxas de inflação, caracterizando os anos 80 como a década perdida. Embora essa crise tenha se destacado pela sua magnitude, na verdade ela representou tão somente mais uma crise cambial que atingiu a economia brasileira. Os dados sobre a evolução da dívida externa do Brasil não deixam dúvidas quanto à importância dos fatores externos na explicação para a escalada do endividamento. O crescente aumento das despesas com o serviço da dívida estava na origem da deterioração das contas internas do país, no estancamento de seu crescimento, na queda do nível dos investimentos e na disparada da inflação. (REGO et al, 2000, p. 130)

Durante toda a década de 80, os planos econômicos em quase toda sua maioria, representavam tentativas de se conter a inflação através de choques econômicos.

No momento da implementação do Plano Cruzado a economia brasileira contava com um elevado produto industrial, um considerável superávit na balança comercial, um volume adequado nas reservas internacionais e um déficit público praticamente inexistente. Além disso, havia uma recente queda no preço internacional do petróleo e a desvalorização da moeda norte-americana frente às moedas européias e ao Iene japonês.

O programa brasileiro de estabilização, de 28 de fevereiro de 1986, promoveu uma reforma monetária que estabeleceu o cruzado (Cz\$) como padrão monetário nacional e o congelamento de preços e salários transformou-se no elemento de maior apelo popular. A princípio, o plano foi considerado um sucesso, pois as taxas de inflação efetivamente caíram no curto prazo, no entanto para manter o congelamento, o governo fixou os preços sem antes permitir que fosse efetuado um realinhamento, sacrificando as empresas, as contas externas e as finanças públicas com uma taxa de câmbio congelada, o que provocou grande fuga das reservas internacionais e dificultou o pagamento dos serviços da dívida externa. (REGO et al, 2000, p. 135)

De março a junho de 1986 houve uma queda substancial da inflação e alguns indícios de existência de excesso de demanda na economia. A despoupança e o congelamento de alguns preços a níveis defasados levaram a uma explosão de consumo e o governo, que já enfrentava déficit fiscal, foi obrigado a promover um ajuste fiscal.

De julho a dezembro de 1986 ocorreu uma total imobilidade do governo ao agravamento da escassez de produtos e à deterioração das contas externas. Um tímido pacote de ajuste fiscal batizado pelo nome de “Cruzadinho”, foi lançado e envolvia basicamente a criação de um sistema de empréstimos compulsórios na aquisição de gasolina e automóveis. De novembro de 86 a junho de 87 assistiu-se o fracasso do Plano Cruzado, com o retorno das altas taxas de inflação. (REGO et al, 2000, p. 170)

Implementado em 12 de junho de 1987, O Plano Bresser misturava medidas ortodoxas e heterodoxas de combate à inflação. Buscava-se apenas promover um choque deflacionário com a suspensão da escala móvel salarial e sustentar as taxas de inflação mais baixas através da redução do déficit público. Criou-se uma Unidade de Referência de Preços (URP), e em seguida houve o tabelamento dos preços. O Plano Bresser anunciou políticas monetárias e fiscais ativas. A curto prazo o governo praticaria taxas de juros reais positivas com o intuito de inibir a especulação com estoques e o consumo de bens duráveis, como também o fluxo de aplicações financeiras para o mercado paralelo do dólar. Quanto à política fiscal, visava-se principalmente, reduzir o déficit público projetado e unificar os múltiplos orçamentos do governo. (REGO et al, 2000, p. 173)

No decorrer do período de julho a dezembro de 1987, a perda de poder aquisitivo dos salários e a prática de taxas de juros reais positivas durante a fase do congelamento tiveram reflexos negativos nas vendas do comércio e no ritmo da produção. A inflação registrada na vigência do congelamento se originava de um conflito distributivo de rendas do setor privado e entre os setores privados e públicos. A elevação dos preços no momento do congelamento neutralizou parcialmente a transferência de renda para o setor público. Em agosto de 1987, o governo foi obrigado a ceder às pressões inflacionárias e reduzir o número de

produtos e serviços com preços controlados, permitindo em caráter emergencial, alguns reajustes de preços. No segundo trimestre de 1988, as taxas de inflação aumentaram devido ao aumento na velocidade de correção dos preços públicos e a um choque agrícola. Em julho de 1988 a inflação alcançou altos níveis e para evitar uma explosão inflacionária, o governo retardava ajustes nos preços públicos. A nova Constituição promulgada em outubro de 1988 aumentou a vulnerabilidade do governo central. Houve um inédito pacto social entre governo, empresários e trabalhadores que contribuiu apenas para conter temporariamente a ameaça da inflação registradas em novembro e dezembro respectivamente de 26,9% e 28,8% ao mês. No final de 1988 a economia parecia novamente de encontrar no limiar da hiperinflação. (REGO et al, 2000, p. 173)

O Plano Verão era uma tentativa de, no curto prazo, contrair a demanda agregada, e no médio prazo promover queda das taxa de inflação. Os mecanismos utilizados foram a manutenção de taxas reais de juros elevadas, restrição do crédito ao setor. O Plano Verão que tentava conciliar elementos ortodoxos e heterodoxos, foi lançado em janeiro de 89, tentando promover ao mesmo tempo uma contração da demanda e forte desindexação da economia. Institui-se o cruzado novo (NCZ\$). Foi estabelecido um congelamento de preços por tempo indeterminado, após um considerável ajuste nos preços, visando gerar uma margem de folga para suportar tal congelamento. O ajuste fiscal proposto possuía metas de redução de despesas públicas através da extinção de ministérios, demissões, privatizações dentre outras medidas. (REGO et al, 2000, p. 174)

Na CVRD, o programa de diversificação prossegue durante a década de 80 e a empresa, agindo de acordo com as diretrizes do governo federal, de substituição de importação, e o fomento do desenvolvimento tecnológico interno, aumenta o índice de nacionalização dos materiais e equipamentos que a empresa utilizava, a Vale, amplamente beneficiada pela política econômica do momento, teve seus investimentos preservados, consolidando-se como um dos maiores conglomerados empresariais do país. (BAIZ, 1996, p. 33)



Em 1982, teve início as operações da Valesul Alumínio S/A, produzindo 86 mil toneladas de alumínio primário em sua usina localizada no estado do Rio de Janeiro. Em 1983 iniciou-se as operações do Terminal de Carvão, na Ponta de Tubarão, com capacidade inicial de desembarque de oito milhões de toneladas anuais. Em 1984, foi iniciada a produção de ouro no estado da Bahia. Em 1985, início das operações da Eletrovale, no estado de Minas Gerais, empreendimento com participação societária da CVRD e capitais privados nacional e estrangeiro, com capacidade de produção de 23,5 mil toneladas anuais de ferro-silício. Em 1987 foi criada a Bahia Sul Celulose S/A, empreendimento com a participação da CVRD e da Companhia Suzano de Papel e Celulose, com capacidade de produção de 350 mil toneladas anuais de celulose branqueada de eucalipto. (CVRD, 2002)

#### **2.1.6 Década de 90**

No início da década de 90, o governo Collor deu início ao Programa de Privatização das empresas estatais, incentivando a reformulação do Estado Brasileiro. Esse movimento já vinha sendo utilizado nas nações industrializadas em outros países da América Latina, tendo como argumento os elevados déficits fiscais dessas nações. Logo depois de tomar posse, o presidente enviou ao Congresso, em março de 1990, a Medida Provisória 115, que se tornou a Lei 8.031, instituindo o Programa Nacional de Desestatização e a maioria das regras que ainda o regem. (REGO et al, 2000, p. 182).

Os programas de privatização constituem uma das mais significativas reformas em curso no Brasil. Englobam a venda de indústrias e de empresas de serviço público pertencentes aos governos federal, estadual e municipal. As privatizações fazem parte de uma profunda transformação institucional que visa a redução do déficit público, a criação de novas oportunidades de investimento, o incentivo à competição e o fortalecimento do mercado acionário. Nessa nova dimensão o papel do Estado não é mais o de produtor de bens e serviços e sim o de regulador das concessões de serviços públicos, através das novas agências reguladoras. (REGO et al, 2000, p. 193)

No Brasil, as primeiras privatizações ocorreram a partir de 1987, quando o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) privatizou 16 empresas controladas e inadimplentes com o Banco. O sucesso das primeiras privatizações no âmbito do BNDES estimulou o governo federal a instituir o Programa Nacional de Desestatização (PND). A estrutura do PND (Programa Nacional de Desestatização), que permanece com pequenas alterações até hoje, baseava-se na criação do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento). Foi criada uma comissão Diretora da Privatização, encarregada de supervisionar o programa e tomar decisões sobre as principais questões, tais como recomendar ao Presidente da República as empresas a serem incluídas no PND e aprovar a forma e as condições de venda das empresas estatais (Ees), em especial, o preço mínimo do leilão. O BNDES foi incumbido das tarefas de administração do PND e da implantação das diretrizes determinadas pela Comissão de Privatização. Para cumprir essas tarefas, para cada processo de privatização, o BNDES seleciona, mediante licitação pública, duas empresas de consultoria para desenvolver uma pesquisa sobre empresa a ser privatizada. Segundo a estrutura do PND, a primeira firma de consultoria faz uma avaliação da empresa a ser privatizada e recomenda um preço mínimo. A segunda, além de proceder a avaliação semelhante à da primeira, aponta obstáculos à privatização, propõe soluções, identifica investidores potenciais e sugere a forma de venda. Em seguida, a Comissão de Privatização definia o preço mínimo de leilão da empresa a ser privatizada, com base na avaliação das firmas de consultoria. (BNDES, 2002)

De início, o PND concentrou esforços na venda de estatais produtivas, pertencentes a setores anteriormente considerados estratégicos para o desenvolvimento do país e que, por isso, permaneciam nas mãos do Estado.

A desestatização do governo Federal tiveram início com a venda da siderúrgica Usiminas por US\$ 2,31 bilhões, em leilão realizado na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, em outubro de 1991. (BNDES, 2002)

O PND representou uma grande ampliação do programa de privatização. Cabe aqui ressaltar que o recorde de receita foi estabelecido na venda da

Companhia Vale do Rio Doce, leiloadada em 06 de maio de 1997 por US\$ 6,857,7 milhões que incluía US\$ 3.558,8 milhões em dívidas transferidas. (BNDES, 2002).

**TABELA 1 - RESULTADO DO PND 1991 A 1992 EM US\$ milhões**

<b>Programa</b>	<b>Receita de venda</b>	<b>Dívidas Transferidas</b>	<b>Resultado Total</b>
<b>Privatiz federais</b>	<b>59.273</b>	<b>11.326</b>	<b>70.599</b>
Empresas de telecomunicação	28.793	2.125	30.918
PND	30.480	9.201	39.681
<b>Privatiz estaduais</b>	<b>27.949</b>	<b>6.750</b>	<b>34.699</b>
<b>Total</b>	<b>87.222</b>	<b>18.076</b>	<b>105.298</b>

*Fonte: BNDES(2002)*

Conforme demonstra a tabela acima, o PND representou um dos mais importantes programas no Brasil. No período de 1991 a 1997, obteve-se um resultado acumulado US\$ 105.298 milhões com a venda de empresas que por fazerem parte de setores estratégicos para o desenvolvimento do país, permanecia até então sob a administração direta do Estado.

Nesta década, para aumentar a sua eficiência empresarial e preparar-se para as exigências futuras, na década de 90 a Vale ingressa na revolução tecnológica com a criação de novas técnicas de produção e controle de qualidade e serviços. Também implementou programas para a preservação ambiental, visando a exploração de recursos naturais de forma sustentada. Implantou uma estrutura organizacional em três áreas de negócios, além das próprias atividades: minério de ferro, produtos florestais e transportes. Nesta década, a CVRD tornou-se a maior produtora de ouro e bateu recordes de venda, produção e eficiência empresarial. Em 1993, a CVRD tornou-se a maior produtora de ouro da América Latina com 12 toneladas ano e adquiriu participação na Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) e na Aço Minas Gerais S/A (AÇOMINAS). Em 1994 e 1995 atinge venda recorde de 101 milhões e 106 milhões de toneladas de ferro, respectivamente, ultrapassando a barreira de um milhão e duzentas mil toneladas na produção de manganês de Carajás e a Estrada de Ferro Carajás foi

considerada a melhor operadora do ano; a Vale e a Usiminas assumiram o controle do Grupo Paulista Ferro-Ligas, maior produtor do país e terceiro do mundo; foi constituído, com a participação da CVRD, o primeiro consórcio de consumidores para construção da hidrelétrica de Igarapava e ocorre o término da segunda fase da Cenibra, colocando-a entre os maiores produtores mundiais de celulose, com capacidade de 700.000 toneladas ano. Ainda neste ano, a CVRD recebe o prêmio "Global 100" da revista Computerworld. Segundo critérios da publicação, o prêmio foi concedido, analisando-se a sinergia da informática com os negócios da empresa. Em 1996, a CVRD supera a marca de 300 milhões de toneladas de pelotas produzidas em Tubarão, no Estado do Espírito Santo; é anunciada pelo Presidente Fernando Henrique Cardoso e, pelo ministro de Minas e Energia, Raimundo Brito, a descoberta da mina de ouro de Serra Leste estimadas em 150 mil toneladas e investimento de US\$ 250 milhões pela Vale. Assinado o protocolo de intenções entre CVRD, Nova Era Silicone, Companhia Energética de Minas Gerais (CEMIG), Multisulfur e Coteminas para a construção da Usina Hidrelétrica de Irapé, no Vale do Jequitinhonha, norte de Minas Gerais, com capacidade para geração de 360 mil quilowatts e investimento de US\$ 380 milhões. Inaugurada pelo presidente Fernando Henrique Cardoso, a segunda unidade industrial da Celulose Nipo-Brasileira (CENIBRA), em Belo Oriente, Estado de Minas Gerais. O investimento para a expansão do projeto foi de US\$ 793 milhões, elevando a capacidade produtora de 350 para 700 mil toneladas anuais de celulose. Concluído o projeto de expansão da usina de concentração da mina de Conceição, em Itabira, no Estado de Minas Gerais, que exigiu investimento de US\$ 17 milhões, elevando a capacidade para 20 milhões de toneladas anuais de matéria prima para a produção de pelotas. (CVRD, 2002)

Ainda em 1996, a CVRD inaugurou o primeiro projeto de minerais metálicos no recém criado Estado do Tocantins. A mina de Almas, que fica na região sudeste do estado, a cerca de 800 quilômetros de Brasília, é capaz de produzir 940 quilos de ouro por ano e exigiu um investimento de US\$ 7 milhões. O Grupo liderado pela Mineração Tracoma, empresa controlada pela CVRD, arrematou por US\$ 316,5 milhões, a malha Centro-Leste, a maior Rede Ferroviária Federal (RFFSA), com mais de sete mil quilômetros de ferrovia em seis estados: Sergipe, Espírito Santo, Minas Gerais, Goiás, Rio de Janeiro, e

Distrito Federal. Inaugurada em Caeté, Estado de Minas Gerais, a sétima mina de ouro da CVRD, com capacidade de produção de 560 quilos ano e investimento de US\$ 8 milhões. (CVRD, 2002)

Como parte do programa de autogeração de energia elétrica, empreendido pela Valesul Alumínio, foram iniciadas as obras da Hidrelétrica de Mello, em Rio Preto, no Estado de Minas Gerais, com capacidade de 10 megawatts e investimento de US\$ 11,2 milhões. A CVRD e o grupo sul-coreano Pohang Steel Corporation (POSCO) deram início às obras de implantação da sétima usina de pelotas de Tubarão, no Estado do Espírito Santo, a Kobrasco, com capacidade de produção de quatro milhões de toneladas anuais de pelotas e investimentos de US\$ 230 milhões. (CVRD, 2002)

A CVRD e a empresa coreana Hyundai Corporation firmaram um acordo de cooperação para desenvolver projetos de interesse comum visando atrair US\$ 500 milhões em investimento da Coréia do Sul para o Brasil e intensificar as exportações brasileiras de minérios, alumínio, celulose e madeira.

A Pará Pigmentos S/A, inaugurou em Ipixuma, no Estado do Pará, sua unidade de extração e beneficiamento de caulim, com uma planta de secagem no Porto de Montanha, em Barbacena, com produção estimada para alcançar um milhão de toneladas até 1999. O investimento da ordem de US\$ 192 milhões foi dividido entre a CVRD, a Cadam e a Mitsubishi. (BAIZ, 1996, p.12)

Em 1997 a Companhia Vale do Rio Doce, através da Superintendência de Tecnologia-SUTEC, recebeu o certificado do ISO 14001, norma internacional que especifica os requisitos do Sistema de Gestão da Qualidade Ambiental. A CVRD tornou-se a primeira companhia de mineração do mundo a ter uma unidade certificada pelo ISO 14001 e permanece mais uma vez, em primeiro lugar no ranking das 100 maiores empresas brasileiras do setor mineral. REVISTA BRASIL ET AL, (1997) apud BAIZ (1996).

Como pode-se notar a história da Companhia Vale do Rio Doce, esteve totalmente ligada à história do país. Seu sucesso econômico pode ser atribuído às políticas econômicas que marcaram o processo de industrialização brasileiro.

Também sua privatização fez parte de uma política econômica que consistia em transferir ao setor privado as indústrias dos setores básicos da economia com o objetivo de desonerar o Estado e controlar o déficit fiscal que se acumulava.

Assim, em 1º de junho de 1995, pelo Decreto Lei 1.510, com alterações posteriores pelo Decreto Lei 1.539, de 27 de junho de 1995, a CVRD foi incluída no PND. O consórcio vencedor da licitação pública para o serviço de avaliação econômico-financeira da empresa, foi liderado pela Metal Data Engenharia e Representações Ltda e integrado também pela Ernst & Young Consultores S/C Ltda, Máxima Corretora de Commodities e Consultoria Ltda, Partbank S/A, Salomon Brothers Inc, Robert Fleming & Co, Limites e Patrimônio Planejamento Financeiro Ltda.

Para executar o serviço de avaliação econômico-financeira e demais serviços necessários à desestatização da empresa, venceu a licitação a associação liderada pela Projeta Consultoria Financeira S/C Ltda, com a participação da Merrill Lynch, Pirce Fenner & Smith Inc, Nm Rothschild & Sons Ltda, Banco Bradesco S/A, KPMG Peat Marwick Consultores, Banco Graphus S/A e Engevix Engenharia S/C Ltda. Em 16 de janeiro de 1996 os contratos foram assinados e os consórcios iniciaram seu trabalhos. (BNDES, 1997, p. 22)

### **3 O CONCEITO DE VALOR**

#### **3.1 Relação preço-valor**

O conceito de valor não tem sido imutável ao longo da história do pensamento econômico; sua teoria é algo de muita importância na ciência econômica e seus conceitos influenciaram os pontos fundamentais da história da economia política. Aqui serão tratadas as expressões de seu desenvolvimento histórico com a análise das razões científicas que tem determinado os motivos geradores dos diversos conceitos.

Dentro da visão clássica da economia, pode-se citar, dentre outros, Adam Smith, David Ricardo e Karl Marx. As teorias sobre valor defendidas por esses três eminentes representantes do classicismo econômico estão basicamente fundamentadas na idéia do valor de uso e do valor de troca. Adam Smith e David Ricardo haviam dito que o valor das mercadorias era determinado pela quantidade de trabalho que elas demandavam em sua produção, sugerindo que havia uma diferença entre o custo de cada mercadoria em termo de trabalho consumido em sua produção e em termos de trabalho que fosse capaz de comprar. Era para eles, portanto o preço das mercadorias, o preço do trabalho que havia sido pago para que esse artigo fosse produzido. (BARROSO FILHO, 1996, p. 8 )

Posteriormente, Marx, no desvio que deu ao pensamento clássico, concebeu a nova Teoria do Valor Trabalho, com a introdução dos conceitos de que o trabalho é socialmente necessário para a construção do bem e a mais-valia que representa o tempo do trabalho empregado na construção do bem, sem remuneração para o operário, que envolve a exploração dos meios de produção capitalista. Marx sustentava que o valor de uma mercadoria consistia em alguns elementos intrínsecos independentes do poder que essa mesma mercadoria pudesse ter em sua relação de troca. Naquele momento, ele achou que esse elemento fosse o trabalho incorporado à sua criação, por ser uma substância comum a todas elas. (BARROSO FILHO, 1996, p. 20)

“ Uma mercadoria tem valor, porque não passa de um invólucro material do trabalho humano despendido em sua fabricação”. Marx apud Balink (1973)

A partir do início da segunda metade do século XIX, ocorre a negação da Teoria do Valor Trabalho, que se deve à utilidade do bem como uma das condições da existência do valor e sobretudo como determinante específico de seu nível propriamente dito. Essa troca de direção em relação à Escola Clássica foi determinada por um conjunto de obras de autores que foram chamados de marginalistas. Dentre outros pode-se citar William Jevons e Carl Menger. (BARROSO FILHO, 1996, p. 23)

William Stanley Jevons em sua crítica à teoria do valor trabalho, inspira-se na constatação de que a participação do trabalho na produção de um bem é uma ocorrência passada que não pode influenciar em seu valor presente. Para ele, o bem, uma vez terminado, adquire seu valor através de suas propriedades, valorizando-se de conformidade com a utilidade que dele se pode obter, isto é, de acordo com o que tem de oferecer no presente, e não pelo trabalho passado nele empregado.(BARROSO FILHO, 1996, p. 25)

Por outro lado, a introdução do conceito de utilidade marginal, que Jevons chamou de grau final de utilidade, permitiu resolver a aparente paradoxia smithiana sobre o contraste entre valor de uso e valor de troca. Jevons sublinha, na realidade, que o que corresponde ao valor de uso dos clássicos é na verdade, a utilidade total de um bem. No entanto, na troca de mercadoria entre as pessoas, o valor se determina através da utilidade marginal. Precisamente a essência do fenômeno utilidade está na ocorrência de que a utilidade marginal diminui quando se aumenta a utilidade total. (BALINK, 1973, p. 94)

Menger distingue claramente a diferença entre valor como fenômeno subjetivo e preço como fenômeno objetivo. O valor é a importância que os bens concretos ou as quantidades destes tem para as pessoas, quando estas são conscientes de que a satisfação de suas necessidades depende destes bens. Por outro lado, os preços são as quantidades de bens reciprocamente avaliados numa troca. Para ele, é preciso haver um desejo humano de um objeto e que este deve ter características que o satisfaçam. Dessa forma, ele procurou comprovar o conceito de bem econômico, aquele cuja demanda sempre é maior de que a



oferta ao mesmo tempo em que promove uma classificação dos bens econômicos, através de uma gradação de valor correspondente à utilidade que tem para cada pessoa. Esta classificação elegeu os bens de ordem superior como aqueles de maior utilidade para o indivíduo. Nessas circunstâncias, a pessoa classificará seus desejos de acordo com a sua importância e para cada desejo existe um bem para satisfazê-lo, detentor de uma utilidade que permite atribuir a esse bem um respectivo valor. (BARROSO FILHO, 1996, p. 29)

A essência da apresentação tanto de Jevons quanto de Menger, é, portanto a mesma, as relações de troca foram explicadas com base nas estimativas subjetivas. Dessa forma, pode-se dizer que o valor, ou seja, o valor de prova de um bem em relação a outro, em certas circunstâncias de lugar e de tempo, é a quantidade de um deles que, em referidas circunstâncias, pode ser obtida pela troca de certa quantidade do outro. Com base nesse conceito, o preço é a expressão monetária do valor.

Mais tarde, um economista chamado Whately, sintetizou o novo ângulo de discussão e o preço de uma mercadoria deixou de ser discutido em torno da quantidade de seu trabalho e passa a ser discutido mais em torno da quantidade que alguém estava disposto a pagar por ela, a qual denomina-se teoria da utilidade.

"As pérolas não conseguem um preço alto, porque os homens mergulharam para colhê-las; mas, ao contrário, os homens mergulharam para colhê-las, porque elas alcançam um preço alto". Marx apud Balink (1973).

A teoria da utilidade afirmava que uma mercadoria custava determinado valor, porque esse era o preço que alguém estava disposto a pagar por ele, independente da quantidade de trabalho que essas mercadorias haviam demandado.

À medida que o século avançava, teorias mais sofisticadas foram sendo apresentadas. Essas teorias preocupavam-se tanto com o valor em termo da quantidade de trabalho, tanto quanto ao valor em relação ao que as pessoas estavam dispostas a pagar por ela; ambas necessárias para explicar a formação do preço de uma mercadoria. Considera-se aqui como significado de valor, qualquer situação em que ocorra o comportamento preferencial. Tal comportamento pode dirigir-se a um determinado objeto ou a um conjunto de

objetos; e, portanto a realidade como prazer, gosto e preferência. Uma situação de valor, assim entendida, é inerente a uma relação, uma vez que implica uma ação de comportamento preferencial positivo ou negativo realizada por um agente em relação a alguma coisa que está sendo ofertada por um outro agente.

Neste contexto, os valores são objetivamente relativos ao comportamento preferencial. São propriedades dos agentes no mesmo sentido em que é uma propriedade dos objetos. Este ponto de vista evita a velha polêmica entre os teóricos do valor sobre o caráter objetivo ou subjetivo dos valores, já que aqui o valor é considerado como propriedade do objeto relativo a um agente que responde por meio de um comportamento preferencial. Assim, o valor implica tanto o sujeito como o objeto, ou seja, a relação do sujeito com o objeto em termos de gosto ou não gosto. Neste trabalho a hipótese é que estas expressões são informações dadas pelo agente sobre a mesma situação de valor, tal como são as informações dadas a outras pessoas sobre a mesma situação. Embora o agente, num processo de auto observação, tenha acesso a determinadas propriedades da situação que os outros observadores não o tem, isso não implica que não se trate da mesma situação de valor nos dois casos.(BALINK, 1973, p. 96)

### ***3.1.1 Valor de mercado ou valor econômico***

Na economia atual tem-se uma noção exata do que significa valor, contudo ainda poucos são capazes de conceituá-lo com exatidão, principalmente se houver a necessidade de distingui-lo de preço. Com relação ao conceito de preço, admite-se que este representa a expressão monetária de um bem, ou seja, a quantia em dinheiro que uma determinada mercadoria pode ser vendida. Mesmo sendo vendidas pelo mesmo preço, duas mercadorias podem ter valor de mercado diferente. Seu preço (quantidade de moeda), foi então determinado pela sua procura naquele determinado momento. Tudo depende então da avaliação, ou seja, do valor que a mercadoria pode alcançar mediante a relação preço de produção versus preço de oferta. É, portanto, a avaliação o fator importante na determinação do preço de transação.

No sentido geral, avaliar significa determinar por cálculo a valia ou valor de alguma coisa. No campo econômico, valor pode ser entendido como a relação entre duas coisas num determinado tempo e lugar, sendo essa relação expressa geralmente como preço monetário; assim valor é relação e não a mensuração. Da mesma forma, valor econômico também pode ser entendido com uma estimativa da tendência de uma relação entre a utilidade, quer objetiva, quer subjetiva, proporcionada a esse bem e a sua valoração.(FALCINI, 1992, p. 19)

A avaliação econômica, ao contrário do que possa parecer, não é a fixação concreta de um preço ou valor específico para 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; é um ponto de referência muito importante para a análise e compreensão das diversas forças que movimentam e motivam os indivíduos, em economias livres e eficientes, em suas relações de troca. (FALCINI, 1992, p.19)

Nesse contexto, pode-se dizer, que a avaliação econômica, é o resultado de um modelo matemático, porém admite intrínseca relação coma questão subjetiva de valor. Portanto, embora uma empresa possa ser avaliada num modelo matemático, as forças de mercado e os interesses do momento da negociação farão com que esse valor seja modificado de acordo com fatores econômicos e tendências de mercado ou mesmo da disposição dos investidores.

O valor econômico vai além dos valores que se pode atribuir a determinados bens pelo seu custo histórico de produção ou valor de utilidade. Valor econômico está mais ligado ao potencial desse bem em suas perspectivas futuras do que seu valor intrínseco ou grau de utilidade no presente.

### **3.2 O valor de uma empresa**

A avaliação de uma empresa não deve se limitar apenas à análise financeira. Isso ocorre, porque uma avaliação fundamentalmente começa pela ação estratégica da aquisição, fusão ou venda. O potencial de uma empresa é importante e sua análise deve ser feita regularmente, pois qualquer decisão

estratégica deve antes passa por uma análise rigorosa tanto financeira quanto econômica do empreendimento.

Desde a constituição e durante toda a sua existência, a empresa é analisada, porém acredita-se que essa análise faz parte das decisões estratégicas da continuidade para que se possa conhecer a viabilidade do empreendimento.

No entanto, quando se fala em vender ou comprar uma empresa, surge a necessidade de determinar o seu valor imaterial , surge também a necessidade de avaliar o poder do lucro. O critério tem se baseado em fórmulas singelas mas, na verdade, necessita de exames aprofundados que se podem fazer valendo-se de recursos de indagação de maior amplitude. Nesse caso, uma análise financeira e econômica é algo importante, pois ela orientará as negociações da transação; isso ocorre, porque é preciso se estabelecer um valor a partir do qual se iniciará essa negociação. Tudo, entretanto, requer método específico que possa abranger todas as relações ambientais, dimensionais e essenciais da riqueza que é a geradora do lucro. (FALCINI, 1992, p. 24)

A transação comercial de uma empresa é um passo demasiadamente importante. Para quem compra, é impossível não se levar em conta absolutamente os pontos positivos e negativos da empresa a ser adquirida. O comprador é o agente econômico que dispõe de um capital financeiro que só se reproduz através da aplicação em bens produtivos. Não teria sentido esse capital ser investido em um bem que não garantisse sua reprodução. De acordo com a lógica capitalista, só teria sentido investir o capital disponível na compra de uma empresa, caso apresente potencial futuro de geração de riqueza que garanta a esse capital uma rentabilidade maior do que ele teria se fosse aplicado em investimentos de menor risco.

Portanto, sob a ótica do comprador, a empresa a ser adquirida, não é apenas um bem que deva ser avaliada pelo seu valor de utilidade presente, ela supostamente representa a garantia de uma aplicação rentável e segura, que admita a perpetuidade.

Para quem vende, a transação não se limita apenas ao plano puramente comercial. Normalmente, quem vende uma empresa, vende também um pedaço

de um sonho e vários anos de trabalho que são sumariamente ignorados por quem eventualmente irá adquiri-la. Assim, seja qual for o motivo que deu origem a intenção de venda, há além dos aspectos puramente comerciais as questões psicológicas que nos reporta ao valor mutável, cujo significado varia em função da finalidade da avaliação, envolvendo aspectos psicológicos

De uma forma ou de outra, o fato é que a decisão de comprar ou vender uma empresa é uma decisão importante e sua avaliação não deve ser feita de forma descuidada avaliando-se apenas o que ela representa em relação ao capital a ser investimento no presente, mas sim, o grau de capacidade que ela tem de fazer com que esse capital se reproduza. Mais importante ainda é utilizar um método que seja capaz de trazer a valor presente o capital por ela reproduzido no futuro.

A avaliação de uma empresa, normalmente se inicia pelas demonstrações contábeis, por ter a contabilidade peças importantes capazes de demonstrar sua eficiência passada da qual possamos obter dados que projetados para o futuro darão a dimensão de seu potencial de gerar riqueza e retorno do capital investido. (SILVA, 1999, p. 37)

Independente do modelo utilizado, as demonstrações contábeis originárias do método contábil são geralmente a fonte inicial dos dados de aplicação do processo de avaliação. No entanto, devido à adoção dos princípios contábeis<sup>15</sup> e a influência da legislação tributária que prevê a ocorrência histórica contábil pelo regime de competência, enquanto que a avaliação econômica está ligada a capacidade de gerar caixa, elas são incapazes de refletir o valor econômico de um empreendimento.

Muito embora as demonstrações contábeis originárias do método contábil, não sejam capazes de refletir o valor de mercado de uma companhia, os conjuntos dessas demonstrações podem ser ajustadas e transformadas no referencial básico do processo de formação do valor econômico da empresa. Na

---

<sup>15</sup> Princípio da Competência -Art 9º - As receitas e as despesas devem ser incluídas na apuração do resultado do período em que ocorrerem, sempre simultaneamente quando se correlacionarem, independentemente de seu recebimento ou pagamento.

Princípio da Prudência – Art 6º- Os componentes do Ativo e Passivo devem ser registrados pelo menor valor, sempre que apresentem alternativas igualmente válidas para a quantificação das mutações que alterem o Patrimônio Líquido.

maioria dos modelos de avaliação, as demonstrações originárias do método contábil são submetidas a determinadas adaptações, a fim de permitir a aplicação do processo de avaliação o mais adequado possível. Os ajustamentos típicos envolvem a depreciação, estoques, ativos tangíveis e intangíveis<sup>16</sup>, leasing e outros itens patrimoniais.

O conceito de valor econômico da empresa sob a ótica do valor de mercado passa por toda a complexidade do “conceito de valor” e de interesses antagônicos, por ser constituído do conjunto de bens heterogêneos destinados a produzir riquezas, dentro das mais diversas conjunturas econômicas e sociais.

Portanto, mesmo diante dos diversos conceitos de valor, neste trabalho, pode-se afirmar que o valor de uma empresa diante de um processo de venda ou privatização não deve passar por nenhuma questão subjetiva ou de caráter emocional; o valor a ser encontrado num modelo matemático deve ser a representação puramente monetária do investimento e seu potencial. Nesse sentido, pode-se afirmar que a empresa vale o preço justo calculado levando-se em conta seu potencial gerador de lucros futuros.

Uma empresa, vale o preço justo que algum investidor esteja disposto a pagar pela sociedade, levando em conta o montante do retorno esperado, a época em que o retorno será recebido e o risco inerente ao próprio retorno esperado. HARRINTON apud ORNELAS (2001)

Uma empresa vale o mais alto preço obtido no mercado, aceito por investidores prudentes, bem informados, que não realizam transações sob impulso. KINGSTON e McQUILLAN apud ORNELAS, (2001)

As sociedades devem ser avaliadas não pelo que obtiveram no passado, mas pelo que podem ser capazes de conseguir no futuro. O retorno esperado, ou a expectativa é o fator determinante de seu valor. (BLACKMAN) apud ORNELAS(2001)

O valor da sociedade é determinado em função de seu cash flow futuro descontado e é criado valor quando as entidades investem determinado montante de capitais cujos retornos são superiores ao próprio custo de capital.(COPELAND, KOLLER E MURRIN) apud ORNELAS(2001).

---

<sup>16</sup> Bens tangíveis são aqueles que dada a sua características mais comuns são passíveis de ser visualizado ou tocado. Outra característica de um bem tangível é que a possibilidade de ser mensurado pelo seu valor de aquisição (máquinas, veículos, ferramentas, imóveis, mercadorias adquiridas para revenda etc). Bens intangíveis são bens que pelas suas características não podem ser avaliados pelo custo de aquisição, esses bens são geralmente avaliados mais em termos do seu potencial de agregar valor ou garantia futura. Podemos citar como exemplo mais comum de bens intangíveis as marcas e patentes, carteira de clientes, direitos institucionais entre outros.

Este trabalho, trata do valor da empresa sob a ótica econômica no momento da venda ou privatização, e o valor que se pretende dar enfoque é o quanto em moeda alguém estaria disposto a investir em uma determinada empresa independente do seu capital fixo representado pelo conjunto de bens tangíveis, ou melhor, quanto vale uma empresa sob a ótica do capitalista, que somente dispõe do seu capital se este garantir reprodução futura. Acredita-se que ninguém venderia uma empresa em funcionamento por menos do que se obteria se fechasse suas portas e vendesse apenas seus bens tangíveis.

As organizações estão buscando novas formas para criação de valor, procurando a melhor combinação entre os ativos tradicionais e os ativos intangíveis e, até bem pouco, colocava dúvidas quanto à habilidade das empresas tradicionais em abraçar os novos conceitos e continuar competindo efetivamente. Vale aqui ressaltar que nem todos os ativos que a empresa possui, criam valor.

Um novo modelo de empresas está emergindo, baseados na combinação ideal de seus ativos tangíveis e intangíveis, incluindo tecnologia, e é bem possível que deste processo resulte um novo paradigma para apresentação de demonstrações contábeis e financeiras capazes de refletir o potencial futuro da empresa frente aos investimentos realizados em bens intangíveis como marcas, treinamento de pessoal, capital social, comprometimento com as questões ambientais e responsabilidade social. (SILVA, 1999, p.15)

Muitos desses gastos geradores de riqueza futura, para atender os princípios e as normas contábeis são muitas vezes computados em conta de resultado do exercício ao invés de serem registrados em contas patrimoniais e o resultado positivo de tais investimentos só aparecerá futuramente.

Portanto, dentre os muitos métodos de avaliação, acredita-se que os método do fluxo de caixa descontado, seja capaz de quantificar o efeito dos investimentos em bens tangíveis quanto o investimento em bens intangíveis no futuro, pois, o método, não leva em conta o valor desses investimentos, mas o efeito desses investimentos nos resultados líquidos futuros.

### **3.3 Limites e fatores que influenciam o processo avaliatório**

Quando se fala em avaliar uma empresa, a primeira noção que se tem é de que é necessário analisá-la, e uma análise para que traduza uma realidade de forma ampla, não deve se restringir à política de crescimento ou de endividamento. A análise deve abranger os seguintes aspectos da vida da empresa: situação financeira, situação econômica, desempenho, eficiência na utilização dos recursos, pontos fortes e fracos, tendências e perspectivas, quadro evolutivo, adequação das fontes às aplicações de recursos, causas das alterações na rentabilidade, evidência de erro na administração, providências que deveriam ser tomadas e não foram e avaliação de alternativas econômico-financeiras futuras. (MATARAZZO, 1998, p.20)

A análise de uma empresa surgiu por motivos eminentemente práticos e mostrou-se desde um instrumento de grande utilidade. Uma análise se processa através de índices cuja função é fornecer avaliações genéricas sobre diferentes aspectos. A contabilidade empresarial é até hoje a principal fonte de informações para que se inicie a análise e dentre os vários modelos, pode-se citar a análise de rentabilidade como a que fornece os mais importantes fatores quando se pretende utilizá-la para fins de avaliação econômica. Os modelos mais conhecidos e utilizados são:

- ◆ A DOAR começou a ser divulgada no Brasil por determinação da Lei 6.404/<sup>17</sup>76. Utilizando os dados da DOAR, pode-se construir a demonstração do fluxo líquido de caixa, cuja análise é a última palavra sobre a situação financeira da empresa e sobre sua gestão de caixa;
- ◆ A análise da alavancagem financeira era até pouco tempo tarefa a que todos os estudiosos não se haviam arriscado, tal a complexidade de conhecimentos de contabilidade, de efeitos inflacionários sobre as demonstrações financeiras. Para comparar o custo das diferentes alternativas de capitais de terceiros com

---

<sup>17</sup> Lei que regulamenta as sociedades por ações.



o custo de capital próprio, a análise da alavancagem financeira é imprescindível para as decisões de subscrição de ações e muito recomendável nas decisões de financiamento de longo prazo;

- ◆ A análise do ROI, desenvolvido há cerca de cinquenta anos, é ainda instrumento de grande utilidade na análise interna ou externa à empresa. Permite ampla decomposição dos elementos que influem na determinação da taxa de rentabilidade de uma empresa e explica quais os principais fatores que levaram ao aumento ou à queda de rentabilidade. Possibilita ainda identificar as alternativas para modificações da rentabilidade quando esta estiver em estudo. (MATARAZZO, 1998, p. 27)

Torna-se então difícil encontrar um critério que seja capaz de quantificá-la analisando-se apenas um fator que a compõe; isto ocorre, porque a empresa não é apenas um capital fixo no tempo. Para que ela possa atuar efetivamente no mercado é necessário que haja uma combinação de fatores monetários e não monetários, tangíveis e intangíveis. Por serem vários e complexos, esses fatores tornam-se limitadores do processos de avaliação.

É notória a percepção de valor no mercado fortemente influenciada pelos ativos intangíveis. Neste contexto, analistas, investidores e empresários estudam quais critérios devem prevalecer para ativos que criam valor; parece haver convergência no sentido de que é necessária uma nova classificação dos ativos para que seja possível proceder a avaliação de empresas. Além dos ativos físicos, há que se considerar também outros ativos tais como: financeiros, clientes, funcionários e colaboradores e a organização. Os ativos financeiros incluem não apenas o caixa, mas também gestão de valores recebíveis, seleção e decisão sobre futuros investimentos e relacionamentos com fontes de financiamento próprio e de terceiros. (IOB, 2000, p. 1).

A dinâmica dos mercados coloca os clientes como ativo central para impulsionar a ação estratégica das empresas. Com efeito, o sucesso das empresas depende definitivamente do valor percebido por seus clientes. Além das questões relacionadas a preço e qualidade de produto, o cliente dará preferência a quem agregar maior valor à sua empresa. Ao avaliar o ativo cliente, as empresas devem também, considerar canais de distribuição e parcerias.

Por um lado, os clientes compram valor, por outro são os funcionários e colaboradores quem os cria. A satisfação do cliente está intimamente ligada à satisfação do funcionário e de quem produz ou presta serviço. O valor do capital humano está nas suas habilidades, competências, conhecimento, experiência e atitude. Cabe às empresas otimizar este ativo, recrutando, treinando, motivando e retendo os melhores.

Do outro lado da cadeia produtiva estão os fornecedores de matéria-prima, produto, serviços e de bens de capital, inclusive as parcerias. Entre os diversos ativos gerados por fornecedores estão: o conhecimento de sua capacidade, relacionamentos mantidos com eles e maneira como eles interagem com os ativos da empresa, criando valor corporativo.

Talvez seja difícil categorizar os aspectos da organização sob a perspectiva de valor como ativo da empresa; algumas subcategorias merecem menção: liderança, organização, processos decisórios, sistemas, cultura e valores, marcas e patentes.

Com referência ao preço de venda das empresas, é necessário salientar que o resultado de qualquer método de avaliação está relacionado com os dados que entram em seu cálculo. Portanto, a fidedignidade dos dados e informações é crucial, independente da sofisticação do método empregado. Nem sempre, todos os ativos que a empresa possui criam valor. Por isso, o primeiro trabalho é identificá-los e em seguida, ainda mais difícil, classificar dentre os ativos os mais relevantes e correlacioná-los com a noção de valor.

O modelo de avaliação de uma empresa estatal para fins de privatização ou de uma empresa privada para fins de venda, cisão ou incorporação, deve antes passar por uma metodologia de avaliação que envolve vários aspectos e dimensões: dimensão estratégica, dimensão econômica e dimensão decisória.

A dimensão estratégica consiste no estudo de cenários. Um cenário pode ser definido como uma visão internamente consistente daquilo que o futuro poderá vir a ser. Os cenários estruturam o futuro em elementos constantes, predeterminados e incertos, de acordo com as variáveis do ambiente em que a empresa atua. Elementos constantes são aqueles com muito pouca probabilidade de sofrerem mudanças. Já os predeterminados são áreas onde a estrutura irá

modificar-se, mas a mudança é em grande parte previsível. Os elementos incertos são os que dependem de incertezas não solucionáveis; estes são os que determinam os diferentes cenários.

Neste sentido, a dimensão estratégica compreende a análise dos cenários macroeconômicos da indústria e da empresa. O cenário macroeconômico é o conjunto da política econômica que influencia de forma direta e indireta o setor industrial em que a empresa atua. No caso da indústria, cada cenário industrial é uma análise completa da estrutura industrial, do comportamento da concorrência e das fontes de vantagem competitiva sob um conjunto particular de suposições sobre o futuro. O cenário da empresa é um conjunto uniforme de circunstâncias e um conjunto plausível de premissas de projeção.

Os cenários da empresa são definidos com base em estratégias para determinar a reestruturação das oportunidades e compreendem as diversas alternativas para o estudo da empresa, para cada estratégia é determinado um valor para o empreendimento, assim podem ser classificados:

- ◆ Valor de mercado corrente, resultante do preço de mercado das ações vezes a quantidade das mesmas;
- ◆ Valor com melhoramentos internos: resultante do fluxo de caixa descontado da melhoria da eficiência interna, proveniente da redução de custos e mudança gerencial;
- ◆ Valor com melhoramentos externos: resultante do fluxo de caixa descontado da introdução de novos produtos, mudanças de mercado e outras melhorias na eficiência externa;
- ◆ Valor com reestruturação ótima: resultante do fluxo de caixa descontado, das mudanças no perfil do financiamento, sendo que os resultados são cumulativos. Representa a diferença de ganho

A dimensão econômica compreende a determinação do valor econômico e do valor esperado, o qual pode ser empregado quando a empresa tem suas ações negociadas e proporciona um valor comparativo. É quando se pensa em comprar ou vender a empresa, que o seu valor de mercado independente do investimento realizado para que ela pudesse operar durante toda a sua existência

se torna importante e daí nasce a necessidade de avaliá-la e até mesmo de comparar esse valor com o de outro ativo. A empresa deixa então de ser apenas geradora de lucros e assume o caráter de um ativo como qualquer outro para o qual se deve atribuir um valor.

A dimensão decisória abrange as ações empresarias desde a sua constituição e durante sua existência. Supõe que a tomada de decisão dentro do contexto empresarial representa algo mais que uma mera decisão como a que se toma diariamente para fatos menos relevantes e faz parte de uma ação estratégica.

Nesse contexto, qualquer decisão de caráter decisório que abranja uma ação estratégica de aquisição ou venda de uma empresa não deve ser concretizada sem que antes se proceda uma rigorosa análise comparativa do esta representa.

A análise comparativa do valor da empresa, com um investimento alternativo, consiste em simular a aplicação do valor esperado calculado para o empreendimento em outros investimentos, considerando sempre a relação risco/retorno de cada um. Um exemplo seria simular a aplicação em títulos de renda fixa a longo prazo de uma instituição financeira confiável.

A decisão baseada em um cenário pode ser óbvia, mas a interpretação de múltiplos cenários desenvolve um nível de confiança nos resultados e determina como devem ser apresentados para a tomada de decisão. Já a definição do preço de negociação consiste na tomada de decisão para definir o preço de venda com base no valor econômico esperado, no valor do capital próprio e na estipulação do preço mínimo do capital próprio. (ORNELAS, 2001, p.36)

Nesse sentido, a modelagem matemática é importante para identificação das relações lógicas, e representa a realidade de forma simplificada. Uma apresentação descritiva e esquematizada demonstra a amplitude do potencial da empresa, no entanto para que qualquer análise possa acontecer é necessário que antes haja um modelo sistemático de informações práticas e quantificada.

### **3.4 Métodos de avaliação de empresas**

Entre as várias possibilidades e formas de avaliação de sociedades, há aquela desenvolvida em processos judiciais de inventário e de dissolução societária, envolvendo sociedades contratuais sob a forma de limitadas, nas quais é exigida a apuração de haveres laudo pericial contábil elaborado por perito de contabilidade. A literatura sobre avaliação de sociedade é vasta, todavia, sob a ótica contábil aplicada em processos judiciais, é escassa ou praticamente inexistente. Tem-se alguns raros trabalhos apresentados em Congressos Brasileiros de Contabilidade e é só. (ORNELAS, 2001, p.13)

Como se pode ver, no Brasil já se tem amplamente divulgado critérios modernos de avaliação de empresas, embora teoricamente existam vários métodos de avaliação de sociedades. No momento em que se pretende avaliar uma empresa para fins de dissolução, venda ou fusão, a tarefa se torna complexa. Para quem pretende de alguma forma avaliar uma empresa se faz necessário alguns cuidados em relação ao diversos critérios divulgados, bem como a aplicabilidade de cada um.

Dentre os métodos mais utilizados pelos avaliadores de forma geral, pode-se citar: o Goodwill e o Método do Fluxo de Caixa Descontado.

#### **3.4.1 Goodwill**

O problema da avaliação do *goodwill* é muito antigo e sua aplicação em decisões judiciais existe desde 1620. (MANOBE, 1936 APUD IOB, 2000, p 1)

Também na contabilidade a discussão do assunto do goodwill não é nova. Os primeiros trabalhos foram feitos ainda no século XIX. Ao longo desse tempo, diferentes abordagens tem sido oferecidas pela contabilidade e pelos estudiosos do assunto ao tema, e as visões mais importantes são: a construção teórica que classifica o goodwill como o valor presente dos resultados ou a renda líquida que exceder ao retorno normal sobre o investimento; a observação empírica que analisa o excesso do preço pago por um negócio sobre o valor justo de mercado dos ativos que o compõem e uma assertativa da técnica contábil que consiste na consolidação das contas de um grupo à parte do montante pago pela controladora

para obter o controle que exceder à sua parcela dos ativos líquidos das subsidiárias. (IOB, 2000, p. 2)

A contabilidade somente reconhece goodwill quando ocorre uma transação de venda ou fusão. Dessa forma apenas quando houver um excesso do valor pago sobre o valor dos ativos individuais é que se reconhecerá a existência do goodwill como um ativo. Da mesma forma, quando ocorrer um valor negativo, ou seja, o valor pago maior que o valor dos ativos individualizados, ocorrerá goodwill negativo ou *badwill*.(IOB, 2000, p. 4)

O goodwill, pode ser visto de duas perspectivas diferentes: a primeira, a natureza do goodwill é amplamente aceita como a de um ativo intangível que confere à empresa um potencial de geração de resultados acima do normal ou da média; a segunda perspectiva, trata o goodwill como a diferença entre o patrimônio líquido registrado no balanço e o valor efetivamente pago, ou quando ele é avaliado pelo mercado. (IOB, 2000, p.1)

Em qualquer enfoque, pelos estudiosos do goodwill é reconhecida a sua aderência ao conceito de ativo ou parte do conjunto de bens de uma empresa.

Os bens corpóreos ou tangíveis encontram-se relacionados no Balanço Patrimonial e são compostos principalmente por estoques, mercadorias, mobiliários, utensílios, máquinas, instalações, veículos e outros bens visíveis utilizados na exploração econômica do negócio. Quanto aos bens não corpóreos ou intangíveis, esses geralmente não constam do Balanço Patrimonial, por serem invisíveis e de difícil mensuração, sendo compostos por marcas, patentes, ponto comercial, segredos de fabricação, experiência, tradição, valores humanos e diversos outros fatores que de alguma forma contribuem para a concretização dos objetivos sociais da empresa.

Sob o ponto de vista que considera o goodwill como a diferença entre valor dos ativos registrados no Balanço Patrimonial e o valor que eles valem de acordo com a ótica do mercado, pode-se dizer-se que o goodwill representa todos os investimentos de uma empresa traduzidos a valor de mercado, considerando-se além destes aqueles que usualmente as empresas não submetem a uma avaliação no encerramento de cada exercício quando se processa a elaboração

de seus relatórios contábeis e financeiros. Dentre esses ativos, pode-se citar os investimentos em capital intelectual, tecnologia e pesquisa .

Sob o ponto de vista que considera o Goodwill como um ativo intangível que confere à empresa uma capacidade de gerar riqueza acima do normal, pode-se dizer que este ativo representa a capacidade que a empresa tem de gerar lucros. Nesse caso como no primeiro, pode-se dizer que esse ativo pode ser representado pelos investimentos realizados pela empresa em capital social, tecnologia e pesquisa que faz com que a empresa possua uma capacidade diferenciada que garantirá seus lucros futuros acima do que se considera normal para o mercado. (IOB, 2000 p. 2)

O goodwill pode, então, ser conceituado como um ativo intangível gerador de superlucro. Esse superlucro traduz a noção de renda econômica de que a empresa dispõe devido a qualidade de seus produtos, de sua administração, de sua rede de distribuição, de sua posição num mercado, de sua superioridade tecnológica, de sua notoriedade, etc .

Como se pode deduzir, existe um estreito relacionamento entre o goodwill e o valor de mercado da empresa.

Neste contexto, os fatores responsáveis pelo aparecimento do goodwill são:

- ◆ administração superior;
- ◆ organização ou gerência proeminente;
- ◆ fraqueza na administração do competidor;
- ◆ propaganda eficaz;
- ◆ processo secreto de fabricação;
- ◆ boas relações com empregados;
- ◆ crédito proeminente como resultado de uma sólida reputação;
- ◆ excelente treinamento para empregados;

- ◆ alta posição perante a comunidade conseguida através de ações filantrópicas e participação em atividades cívicas por parte dos administradores na sociedade;
- ◆ desenvolvimento desfavorável nas operações do competidor;
- ◆ associações favoráveis com outras sociedades;
- ◆ localização estratégica;
- ◆ descoberta de talentos ou recursos;
- ◆ condições favoráveis com relação aos impostos e legislação favorável. (NEIVA, 1997. P. 21)

Portanto, a combinação de determinado conjunto de ativos em uma atividade produtiva gera uma dinâmica de resultados econômicos diferente daquela existente em cada um dos ativos considerados por si só. ORNELAS, (2001) p.128, assim o classifica:

- ◆ Goodwill comercial, aquele que aparece em função dos seguintes fatores: serviços colaterais (como equipe cortês de vendedores, entregas convenientes, facilidade de crédito, dependências apropriadas para serviço de manutenção etc), qualidade do produto em relação ao preço, atitude e hábito do consumidor como fruto de nome comercial e marca formados em função de propaganda persistente, localização do estabelecimento e a qualidade e imagem do distribuidor;
- ◆ Goodwill industrial, aquele que surge em função de altos salários, quadro reduzido de funcionário, oportunidades internas satisfatórias para acesso às posições hierárquicas superiores, serviço médico, sistema de segurança adequado etc, desde que tais fatores contribuam para a boa imagem da sociedade e também para a redução do custo unitário de produção devido à eficiência da força de trabalho;
- ◆ Goodwill financeiro, aquele derivado da atitude de investidores, fontes de financiamento e de crédito;



- ◆ Goodwill político, aquele que surge em função de boas relações com o Governo;
- ◆ Goodwill de nome ou de marca, aquele que independe do produto pois os concorrentes o fabricam com as mesmas características, e que só pode ser ocasionado pela imagem do nome da empresa que o produz ou da marca sob o qual é comercializado;
- ◆ Goodwill evanescente, aquele que tem uma vida muito limitada, pois as circunstâncias que o suportam são de curta duração, como é caso característico de certos produtos que a moda cria (jogos, vestuário e lugares públicos);
- ◆ Goodwill profissional, aquele desenvolvido por uma classe profissional que acaba por criar uma imagem que a distingue o suficiente dentro de uma sociedade, a fim de proporcionar condições de alta remuneração.

A fórmula de cálculo do goodwill leva em conta que é necessário transmitir a seus usuários a visão de que o goodwill ou aviamento corresponde ao efeito sinérgico, ou seja, a avaliação do todo patrimonial pode ser superior à avaliação individual de cada um de seus componentes; corresponde esse efeito à capacidade que a sociedade possui de gerar lucros acima daquele considerado normal; tem, portanto, caráter de algo mais, do plus, do sobrevalor. (ORNELAS, 2001 p. 146)

Dessa forma, o valor de mercado da empresa, pode ser determinado pela soma do seu patrimônio registrado contabilmente e corrigido a valor de mercado adicionado ao goodwill.

$$VS = PL_{vm} + G$$

Onde:

VS = valor da sociedade

PL<sub>vm</sub> = patrimônio líquido a valores de mercado

G = goodwill.

Cabe aqui ressaltar, que a avaliação do goodwill é um assunto complexo e polêmico essencialmente quando se trata de atribuir um valor para os bens intangíveis de uma empresa. Mensurar esses valores é uma tarefa que exige um grau considerável de estudos e investigações dos mais amplos fatores e circunstâncias que conduziram um negócio a obter lucro operacional nos períodos passados, bem como assegurar-se tecnicamente das probabilidades desses resultados positivos serem repetidos, ampliados ou reduzidos nos períodos futuros, pois a maior valia de um negócio está na sua possibilidade de gerar lucros nos períodos futuros.

### ***3.4.2 Fluxo de caixa descontado***

Entre os modelos mais utilizados, o método de avaliação pelo desconto de rendimentos futuros projetados tem sido bastante divulgado, especialmente nos Estados Unidos, e é indicado como aquele que melhor revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de determinado empreendimento, podendo ser considerado como indicador da capacidade de geração de riqueza efetiva. (DAMODARAN, 2002, p. 19)

Encontra-se no fluxo de caixa a evidência da eficiência esperada de determinado negócio, pois este propõe retratar o potencial econômico dos itens patrimoniais de determinado empreendimento.

De acordo com esse método a empresa é avaliada pelo volume de caixa que consegue agregar a cada ano, ao invés de ser avaliada pelos ativos fixos tangíveis e intangíveis como planta industrial, equipamentos, veículos, marcas e etc. Pressupõe-se que os investidores estão interessados no quanto podem ser remunerados em dinheiro, e não na existência de bens, muitas vezes improdutivos.

Na verdade a capacidade de gerar caixa é que está sendo avaliada, assim, quanto mais produtivo for o parque industrial, tanto melhor será a geração de caixa, sendo, essa metodologia capaz de avaliar inclusive empresas mais virtuais, com poucos ativos, mas com geração de caixa, como é o caso de empresas de

tecnologia e outras muito comuns na economia atual. (DAMODARAN, 2002, pg. 20)

O método do Fluxo de Caixa Descontado consiste basicamente em trazer a valor presente, os fluxos de caixa futuros descontados a uma taxa de risco tecnicamente definida. Pode-se assim, dizer que o método do Fluxo de Caixa Descontado mede através da taxa de desconto apropriada o valor da riqueza gerada pela empresa no futuro.

O modelo de avaliação por fluxo de caixa descontado considera que somatório dos fluxos de caixa líquidos esperados, trazidos a valores presente, adicionando-se ainda a perpetuidade<sup>18</sup> e subtraindo-se o endividamento líquido -endividamento total menos as aplicações disponíveis-, indica o valor econômico da companhia. Um fluxo de caixa líquido ou fluxo de caixa livre é representado pelo lucro líquido de um período diminuído do custo do capital aplicado menos os pagamentos de dívidas contraídas necessárias para a operações econômicas .

A fórmula básica para se calcular um fluxo de caixa livre ( Free Cash Flow to Equity), pode assim ser representada:

- ◆ Fluxo de caixa das operações
- ◆ Menos despesas de capital (valor principal sem considerar os juros)
- ◆ Menos necessidades de capital circulante (valor principal sem considerar os juros)
- ◆ Mais novos empréstimos contraídos.

As informações para se chegar num fluxo de caixa livre, podem ser obtidas na Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos (DOAR), onde:

- ◆ As despesas de capital são as novas aplicações em investimentos, ativo imobilizado e diferido
- ◆ As necessidades de capital circulante líquido podem ser obtidas pela diferença entre o passivo circulante e o ativo circulante, quando o passivo for maior, caso contrário, o valor é igual a zero

---

<sup>18</sup> Capacidade de geração de caixa futuro projetado até o infinito.

- ◆ O pagamento de empréstimo pode ser considerado como o montante transferido para o passivo circulante, na seção de aplicações da DOAR
- ◆ Os novos empréstimos podem ser considerados como os acréscimos ao exigível a longo prazo, constante na seção de origens da DOAR.

Um fluxo líquido de caixa livre representa o EVA ( Economic Value Added), que matematicamente pode assim ser representado:

$$\text{EVA} = ( r - c ) \times \text{CAPITAL}$$

Onde:

r = taxa de retorno

c = custo de capital

CAPITAL = dinheiro à disposição

O somatório de EVAs esperados para um período representa o MVA (Market Value Added), que espelha a percepção do mercado sobre a eficiência passada no uso de recursos disponíveis pela empresa, e também essas expectativas futuras, tendo como base os EVAs projetados.

Para que não se tenha a noção que a empresa avaliada por esse método encerrará suas atividades após o último ano projetado, o método admite a perpetuidade que propõe que o valor da continuidade seja determinado pelos seus fluxos de caixa descontados, projetados para um período de cinco anos, mais os fluxos de caixa descontado a partir do quinto ano até o infinito, para que assim, possa ser considerada a capacidade da companhia obter sucesso em suas atividades por tempo indeterminado, ou seja, a empresa não encerrar suas atividades após o quinto período projetado. FREZATI, [ entre 1990 e 2002]

Neste sentido, de acordo com o método do fluxo de caixa descontado, o valor econômico da empresa é o resultado do valor presente do fluxo de caixa operacional projetado.

O valor presente do fluxo de caixa operacional projetado corresponde ao somatório do fluxo de caixa do período explícito de projeção, descontado pela taxa de custo do capital.

$$VE = \sum_{t=1}^n (FCL_t) / (1+K)^t$$

Onde:

VE = Valor econômico operacional

FCL = Fluxo de caixa operacional no período t

K = taxa de custo de capital

n = número de períodos de vantagem competitiva, isto é, o intervalo em que a taxa de retorno é maior do que a taxa de custo de capital.

O valor do crescimento estimado corresponde ao crescimento do fluxo de caixa no períodos de vantagem competitiva, isto é, enquanto a taxa de retorno é maior do que a taxa de custo de capital. Reflete também o período de projeção explícita do fluxo de caixa.

$$V/g = I \cdot FCL \cdot N [ R - K / K ( 1+ K ) ]$$

Onde:

Vg = valor do crescimento

I = taxa de investimento, isto é, a percentagem do fluxo de caixa investido em novos projetos.

FCL = fluxo de caixa operacional médio estimado

N = número de períodos de vantagem competitiva, isto é, o intervalo em que a taxa de retorno é maior do que a taxa de custo de capital.

R = taxa de retorno

K = taxa de custo de capital

O valor contínuo corresponde ao valor residual após o período de projeção explícita do fluxo de caixa.

$$V_c = \frac{FCL}{K} * \left[ \frac{1}{(1 + K)^n} \right]$$

Onde :

V<sub>c</sub> = valor contínuo ou valor residual

FCL = fluxo de caixa do último período de projeção explícita

K = taxa de custo de capital

n = número de períodos em que o fluxo de caixa será descontado. FREZATI [entre 1990 e 2002)

O valor presente dos fluxos de caixa dos fatores econômicos diretos corresponde ao fluxo de caixa líquido resultante dos seguintes fatores: imposto de renda estimado a ser arrecadado, saídas de caixa para aumento de capital, saídas de caixa para cobrir déficits operacionais e dividendos estimados que deixarão de ser recebidos.

$$VF = \sum_{t=1}^n \frac{FCL_t}{(1 + K)^t}$$

Onde:

VF = valor dos fluxos de caixa dos fatores econômicos

FCL<sub>t</sub> = fluxo de caixa líquido resultante das entradas e saídas de caixa dos fatores econômicos, período t

K = taxa de custo de capital

Após ter sido projetado o fluxo de caixa líquido, determinada a taxa de desconto, é então calculado o valor econômico do empreendimento, que envolve as seguintes tarefas:

- ◆ Descontar o fluxo de caixa líquido projetado e o valor contínuo pelo custo ponderado de capital para determinar o valor presente operacional total da companhia referente a cada estratégia de análise da empresa e cenário industrial;
- ◆ Adicionar o valor presente das aplicações financeiras de curtíssimo prazo, que excede as necessidades operacionais de caixa;
- ◆ Adicionar o excesso do estoque de produtos acabados, pelo seu valor de mercado menos os impostos que incidirem sobre os mesmos na efetivação da venda;
- ◆ Subtrair o valor de mercado do financiamento a curto e longo prazo, e dos títulos conversíveis para determinar o capital próprio residual.

A taxa de desconto pela qual deve trazer a valor presente os fluxos de caixa livre, reflete seu custo de financiamento. O custo do capital é custo composto de financiamento que reflete os custos, tanto da dívida quanto do patrimônio e seus respectivos pesos na estrutura de financiamento. Os pesos aplicados à dívida e ao patrimônio devem ser os decorrentes de seu valor de mercado. Para cada empresa, pode-se adotar uma taxa diferente, isso ocorre porque cada investimento está sujeito a riscos diferentes e para se encontrar essa taxa, é necessário que se faça uma análise dos cenários da indústria a qual pertence a empresa a ser avaliada. (DAMODARAN, 2002, p. 47)

No Brasil, muito usualmente se adota a taxa de juros básica determinada pelo Banco Central (SELIC).

Numa modelagem matemática o método do fluxo de caixa descontado, pode assim ser representado:

$$\text{VALOR DE MERCADO} = \text{MVA} + \text{Perpetuidade} - \text{Endividamento líquido}$$

Onde:

MVA = valor presente dos EVAs futuros

Resumidamente a fórmula matemática do valor da empresa pelo método do fluxo de caixa descontado pode assim ser exemplificada:

$$\text{VALOR ECONÔMICO} = \Sigma(\text{Fluxos de Caixa Descontado}) + \text{Perpetuidade} \\ - \text{Endividamento Líquido.}$$



## **4 PREMISSAS BÁSICAS DO CÁLCULO DO VALOR ECONÔMICO DE EMPRESA PELO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO**

Este trabalho demonstra um modelo matemático prático a partir de dados da Companhia Vale do Rio Doce. O valor que se pretende encontrar é o valor de mercado ou valor econômico da CVRD em 31 de dezembro de 1996, momento em que ela foi privatizada. Teríamos então, o valor econômico da empresa, calculado pelo método do fluxo de caixa descontado para o início das negociações no momento em que ela foi privatizada.

De acordo com o método do fluxo de caixa descontado, o ponto de partida da avaliação neste trabalho, deve ser portanto, a projeção dos lucros líquidos de cada exercício correspondente ao período a ser projetado. A partir do lucro líquido obtido em 1996, projeta-se os fluxos de caixa, utilizando-se percentuais de crescimento obtidos até então. Após obtidos os fluxos de caixa projetados de dez anos, estes devem ser trazidos a valor presente, descontados por uma taxa de risco, que nesse trabalho será considerada a taxa SELIC, taxa básica de juros do Banco Central brasileiro.

No entanto como esse trabalho se reporta a 1996, tem-se cinco exercícios transcorridos, e achou-se conveniente utilizá-los como se tivessem sido projetados, tendo portanto que se projetar apenas mais cinco períodos. Será então utilizado os lucros líquidos e os fluxos caixa dos períodos de 1997 a 2001 como projeção dos cinco primeiros exercícios e a partir destes, será projetado os lucros e os fluxos de caixa livre dos outros cinco exercícios que correspondem ao período de 2002 a 2006.

### **4.1 Critérios de projeção dos lucros líquidos dos períodos DE 2002 A 2006**

As empresas de capital aberto como é o caso da CVRD, publica ao final de cada exercício seus resultados, e foi a partir dos dados reais publicados pela

empresa no período de 1997 a 2001 e uma análise da tendência de crescimento observada nesse período que projetou-se os lucros líquidos do período de 2002 a 2006.

Analisando-se a TABELA 5, que transcreve os resultados obtidos pela empresa, percebeu-se que a empresa obteve um crescimento no faturamento de 9,82% em 1997, -5,58% em 1998, 38,99% em 1999, 26,33 % em 2000 e 21,74 % em 2001, resultando num crescimento médio de 10,94 % ao ano conforme demonstrada a TABELA 9.

A partir daí, o faturamento de 2001, foi deflacionado pelo índice de inflação IPCA (índice de preços ao consumidor ampliado) publicado pelo Instituto Brasileiro de geografia e Estatística (IBGE), transcrito na TABELA 12 e sobre ele aplicado o percentual de crescimento de 10,94% ao ano, cujos resultados obtidos nessa operação foram agrupados na TABELA 6 e que representam o faturamento projetado para o período de 2002 a 2006.

Foi também observando os resultados alcançados pela empresa no período de 1997 a 2001, que pode-se perceber os percentuais de tendência dos impostos sobre venda, das deduções sobre o faturamento e das despesas incorridas para sua realização. A análise de tendência e os percentuais encontrados foram transcrito de forma resumida na TABELA 10 e serão utilizados nos critérios de projeção dos períodos de 2002 a 2006. A TABELA 10, demonstra o percentual que cada conta representa em relação à receita líquida do respectivo exercício do período de 1997 a 2001 alcançados pela empresa, e da mesma forma foi calculado um percentual médio e este aplicado nas projeções para o período de 2002 a 2006. Dessa forma, o lucro líquido projetado para o período de 2002 a 2006, reflete a tendência dos resultados reais obtidos pela empresa no período de 1997 a 2001.

Assim, sobre cada faturamento projetado, foi aplicado o seu respectivo percentual de impostos e deduções, bem como de cada despesas necessária para sua realização, podendo-se chegar ao lucro líquido de cada exercício projetado para o período de 2002 a 2006, também agrupados na TABELA 6 e que representam os lucros líquidos projetados para o período de 2002 a 2006.

Observa-se que, como os valores valor foram projetados sobre o faturamento de 2001 deflacionado a valor de 1996, todos os resultados projetados para o período de 2002 a 2006, transcritos na TABELA 6, consideram-se já deflacionados e portanto, valores reportados a 1996.

#### **4.2 Critérios de projeção dos fluxos de caixa dos períodos de 2002 a 2006**

Os fluxos de caixa representam uma reestruturação do lucro líquido do exercício. Isso ocorre, porque nem todas as despesas incorridas para a realização do faturamento e nem todas as receitas apropriadas na elaboração da demonstração do lucro líquido, representam saída e entrada de caixa na empresa. Uma vez, que o lucro líquido demonstrado na apuração do resultado, deve atender as normas que regulamentam a contabilidade e os critérios de apuração do imposto de renda e da contribuição social, este não representa apenas o fluxo de caixa, mas todas as receitas e despesas extra caixa necessária para se operar a empresa. As saídas extra-caixa, são geralmente representas pela depreciação dos equipamentos, veículos, móveis e utensílios , bem como de qualquer ativo fixo que a empresa possua e que durante sua operação sofre desgaste de uso, que por serem consideradas despesas necessárias a operação dos mesmos, a legislação que regulamenta o impostos de renda admite sua dedução para efeito do cálculo do imposto a ser pago, porém ele não representa uma saída de caixa, pois a empresa nada desembolsou no momento em que ele sofreu sua depreciação, apenas arcou com o custo de seu desgaste tendo que no futuro substituí-lo. Da mesma forma, as receitas extra-caixa representadas pelas receita não operacionais como apropriação de juros, são registradas para efeito da determinação do resultado do exercício fiscal, porém devem ser ajustados para efeito de apuração do fluxo de caixa.

A exemplo do critério de projeção dos lucros líquidos, da mesma forma, foram utilizados os fluxos de caixa de 1997 a 2001 publicados pela empresa e transcritos na TABELA 7, como projeção para os primeiros cinco exercícios que corresponde o período de 1997 a 2001.

Observando a TABELA 11, verifica-se o valor que cada conta de ajuste representa sobre o lucro até chegar ao fluxo de caixa livre. Aplicando esses valores sobre os lucros líquidos projetados para o período de 2002 a 2006 agrupados na TABELA 6, pode-se chegar ao fluxo de caixa livre do período projetado.

Tem-se assim, o valor dos fluxos de caixa livre dos dez exercícios projetados, que neste trabalho correspondem o período de 1997 a 2006, sendo os cinco primeiros representados pelos valores obtidos pela empresa mais cinco período projetados a partir destes.

**TABELA 2 - Fluxos de caixa período de 1997 a 2006**

Exercício	Origem	Fluxo de Caixa
1997	Tabela 7	1.653
1998	Tabela 7	1.735
1999	Tabela 7	2.859
2000	Tabela 7	2.642
2001	Tabela 7	2.808
2002	Tabela 8	3.017
2003	Tabela 8	3.455
2004	Tabela 8	3.822
2005	Tabela 8	4.245
2006	Tabela 8	4.684

*Fonte* : Tabela elaborada pela autora a partir de dados publicados pela empresa.

#### **4.3 Critérios para se calcular o valor presente dos fluxos de caixa**

Como o valor a ser encontrado neste trabalho retrocede a 1996, os fluxos de caixa de 1997 a 2001 publicados pela empresa, foram deflacionados utilizando-se a taxa de inflação IPCA , transcrita no ANEXO A.

Os fluxos de caixa do período de 2002 a 2006, por terem sido projetados a partir do faturamento de 2001 já deflacionado a valores de 1996, consideram-se também já deflacionados.

Dessa forma, tem-se os fluxos de caixa dos dez exercícios projetados a valores de 1996:

**TABELA 3 - Fluxos de caixa do período de 1997 a 2006 a valores de 1996**

Exercício	Fluxo de caixa
1997	1.572
1998	1.623
1999	2.640
2000	2.151
2001	2.128
2002	3.017
2003	3.455
2004	3.822
2005	4.245
2006	4.684
Total	29.337

*Fonte* : Tabela elaborada pela autora a partir de dados publicados pela empresa

O método do fluxo de caixa desconto, considera que o valor dos fluxos de caixa sejam descontados por uma taxa de risco. Neste trabalho, considera-se como taxa de risco, a taxa de juros básica do Banco Central(SELIC). Os fluxos de caixa de cada período projetados, deflacionados a valores de 1996, devem então ser descontados pela respectiva taxa de risco.

Cada fluxo de caixa já devidamente descontado por uma taxa de risco, é denominado EVA (economic value added) , e o somatório destes é denominado MVA (Market Value Added).

$$\text{MVA} = \frac{1.572}{1,2588} + \frac{1.623}{1,4495} + \frac{2.640}{1,5727} + \frac{2.151}{1,7562} + \frac{2.128}{1,9333} + \frac{3.017}{2,1378} + \frac{3.455}{2.3640} + \frac{3.822}{2.6141} + \frac{4.245}{2.8907} + \frac{4.684}{3.1965}$$

$$\text{MVA} = 1.248 + 1.119 + 1.678 + 1.224 + 1.100 + 1.411 + 1.461 + 1.462 + 1.468 + 1.465$$

$$\text{MVA} = 13.636$$

Onde:

MVA = Somatório dos fluxos de caixa descontados (EVAs)

**TABELA 4 - Fluxos de caixa descontado do período de 1997 a 2006**

Período	Fluxo de caixa descontado
1997	1.248
1998	1.119
1999	1.678
2000	1.224
2001	1.100
2002	1.411
2003	1.461
2004	1.462
2005	1.468
2006	1.465
<b>Total ou MVA</b>	<b>13.636</b>

*Fonte* : tabela elaborada pela autora a partir de dados publicados pela empresa

Portanto, o MVA da Companhia Vale do Rio Doce projetados para o período de 1997 a 2006 a valores de 31/12/1996 representa R\$ 13.636, ou seja o somatório dos fluxos de caixa descontados projetados a ser obtido pela empresa no período de 1997 a 2006 está estimado em R\$ 13.636.

#### **4.4 Demonstração do cálculo da perpetuidade**

Neste exemplo prático, a perpetuidade representa o último fluxo de caixa projetado (2006) a valores de 1996, dividido pela respectiva taxa de risco(TABELA 12).

$$\text{PERPETUIDADE} = \frac{1.465}{0,1058} = 13.846$$

$$\text{PERPETUIDADE} = 13.846$$

#### **4.5 Endividamento**

Neste trabalho considera-se que todo o endividamento foi pago dentro de próprio período.

#### **4.6 Determinando o valor econômico ou valor de mercado da empresa**

Seguindo a fórmula do método do fluxo de caixa descontado, o valor econômico ou valor de mercado da Companhia Vale do Rio Doce em 31/12/1996 corresponde ao somatório dos seus fluxos de caixa descontados projetados para o período de 1997 a 2002 mais a perpetuidade menos o endividamento líquido do período.

Portanto a fórmula matemática do valor econômico da CVRD, pode assim ser representado:

$$VE = 13.636 + 13.846$$

$$\mathbf{VE = 27.482}$$

Onde:

VE = valor econômico ou valor de mercado da empresa

De acordo com o método do fluxo de caixa descontado, o valor econômico da Companhia Vale do Rio Doce em 31 de dezembro de 1996 é de R\$ 27.482 milhões de reais . Esse constitui-se então o valor nesta data pela qual ela deveria ser vendida ou pelo menos , valor pelo qual deveria se iniciar suas negociações, caso se fizesse sua avaliação por esse método.

Como foi dito, antes de se proceder qualquer negociação, se faz necessário comparar o valor de um empreendimento calculado de acordo com mais de um método. Dessa forma, deveria-se calcular o valor da CVRD por outro método e depois compará-la antes de se iniciar as negociações que envolve a venda.

Ressalta-se ainda, que esse valor é um valor de referência para o início das negociações, a partir deste os compradores e vendedores passarão a analisar a viabilidade de se adquiri-la pelo valor aqui encontrado, não devendo esse ser tido como última palavra. Resumidamente, é em torno do valor aqui encontrado, comparado ao valor obtido pela avaliação da empresa por outro modelo matemático que se deve processar qualquer intenção de venda ou compra da empresa.











## 5 CONCLUSÃO

O tema valor da empresa, embora esteja suscitando interesses atuais crescentes, com certeza não é novo. O problema da avaliação de empresas é muito antigo e sua aplicação em decisões judiciais existe desde 1620. Isso demonstra que a noção de que um empreendimento pode valer algo além do seu ativo fixo representado por bens tangíveis, existe há muito tempo.

Recentemente tem sido grande o interesse dos empresários em saber qual o real valor de seu empreendimento com o objetivo de realizar fusões com outras empresas ou simplesmente para saber se sua riqueza está aumentando de um período para outro. No entanto como se pode notar, encontrar o valor de uma empresa não é tarefa fácil; os objetivos, forças e interesses podem ser os mais diversos possíveis. Até mesmo com relação ao método podem surgir dúvidas, pois embora eles sejam de características quantitativas, seus dados de entrada não o serão necessariamente.

Isso implica dizer que muito embora um profissional possa estar realizando o trabalho de avaliação de uma empresa do modo mais correto e empregando a melhor técnica para o caso, o valor encontrado pode ser prejudicado em função dos dados inseridos não representarem a verdadeira realidade da empresa e do ambiente macroeconômico.

Não existe uma fórmula exata que seja capaz de chegar a um resultado científico, exato, objetivo e perfeito, pois nenhum delas parece ter alcançado essa meta. No entanto, embora limitados, os métodos quantitativos oferecem importantes contribuições para os usuários envolvidos com a identificação do valor de uma empresa.

O valor de mercado da empresa, encontrado através de um método quantitativo, é a ferramenta básica de início de uma transação comercial, ela serve de parâmetro para que se possa ser iniciado qualquer processo de negociação.

A metodologia para se determinar o valor de uma empresa, de forma geral, é a mesma tanto para uma empresa privada como para uma empresa estatal no

processo de privatização. Isto ocorre, porque o valor calculado com base em qualquer método de avaliação como preço mínimo para a venda, deve ser denominado apenas como valor de referência, ou seja, o valor encontrado num modelo matemático, deve ser tratado como ponto de partida das negociações.

Por tudo que se viu, esta é uma matéria complexa e que leva por vezes a resultados diferentes, conforme a técnica e o método empregado, tratando, portanto, de uma tarefa para especialistas, que num trabalho conjunto conseguirão arranjar a forma de avaliação adequada para cada caso, de forma que agrade a empreendedores e investidores, ainda mais quando se tratar de empresas de tecnologia.

A empresa utilizada como modelo prático deste trabalho trata-se de um empreendimento com grande potencial. Seu ativo intangível pode ser representado pelo próprio potencial gerador de riqueza como também pelas jazidas de minério e ouro, que ao nosso ver representa algo de difícil mensuração e quantificação; por esse motivo trata-se de um caso bastante particular podendo-se chegar a valores bastante diversos de acordo com o método empregado.

Neste trabalho a empresa, foi avaliada pelo do Método do Fluxo de Caixa Descontado, por considerarmos que seja eficaz e capaz de revelar seu potencial mesmo sem passar pela complexa metodologia de avaliação de seu ativo fixo representado pelos investimentos em máquinas, tecnologia, capital social, sem esquecer de suas jazidas que com certeza representam um ativo de difícil avaliação.

Se fossemos calcular seu valor econômico por qualquer método que preveja a avaliação do seu patrimônio, primeiramente seria necessário avaliá-lo a valor de mercado e acrescentar a este o valor que representa a riqueza capaz de ser produzida no futuro pelas suas jazidas de ouro e minério de ferro, o que demandaria um estudo sistemático e rigoroso de avaliação por peritos em pesquisa geológica.

O Método do Fluxo de Caixa Descontado, foi nesse caso, como prevíamos um método de fácil aplicação que somente a partir de relatórios publicados pela empresa, pode-se chegar ao seu valor de mercado. Mesmo esse valor, não sendo

concreto e passível se negociações, ao nosso ver, ele representa um valor justo, pois para o vendedor ele representa a transferência do seu potencial futuro e para quem compra, ele representa a garantia de remuneração do capital empregado, sem levar em conta que no conjunto do seu patrimônio possa haver algum bem que não representa geração de caixa futuro.

O valor da Companhia Vale do Rio Doce calculado nesse trabalho se reportou a 31 de dezembro de 1996, data em que pela ocasião de sua privatização, ela foi submetida a uma avaliação. Como o objetivo desse trabalho não foi o de comparar o valor aqui encontrado em relação ao valor estabelecido como preço mínimo pelas empresas de consultoria contratadas para avaliá-la, não faremos nenhuma menção ao valor por elas obtidos. Cabe no entanto analisar o efeito que sua privatização causou sobre o potencial da empresa, e que esse potencial refletiu grandemente sobre o valor encontrado neste trabalho da forma como foi realizado e o valor que seria encontrado caso projetássemos os fluxos de caixa a partir de 1996 sem considerar os resultados de 1997 a 2001 como se tivessem sido projetados. Como utilizamos os fluxos de caixa verificados pela CVRD, no período de 1997 a 2001 como se tivessem sido projetados, este já refletiu as variações dos investimentos realizados pelos seus compradores após sua privatização. Ressaltamos ainda, que durante esse período a empresa já estava sob a administração da iniciativa privada e que muitas alterações sofreram em seus aspectos administrativos, podendo ocasionar um diferencial em relação aos valores projetadas para o período em seu processo de avaliação com base em crítica nesse sentido, deve antes passar por uma análise do efeito desses investimentos realizados após sua privatização.

De qualquer forma, consideramos a eficiência do método, tanto pela sua simplicidade como pela sua aplicabilidade em caso em que a avaliação do ativo fixo seria de difícil mensuração.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

NEIVA, Raimundo Alelaf. **Valor de Mercado da Empresa:** modelos de avaliação financeira de empresa, exemplos de avaliação com cálculo de valor para privatização, compra e venda, cisão, fusão e incorporação. São Paulo: Ed. Atlas, 1997 96 p.

ATLAS, Equipe. **Lei das S/A:** Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. São Paulo: Ed. Atlas, 1996. 111 p.

BAIZ, César Augusto. **Companhia Vale do Rio Doce:** uma análise histórica da atuação do Estado brasileiro na indústria de mineração e o processo de privatização. 1996. 56 f. Monografia (Bacharelado em Ciências Econômicas) - "Instituição Toledo de Ensino". Faculdades de Ciências Econômicas e Administrativas de Presidente Prudente.

BALINKY, Alexander. **A economia de Marx:** Análise crítica. Rio de Janeiro: Fundação Getulio Vargas, 1973. 283 p.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Privatizações no Brasil 1991 a 2002. Rio de Janeiro: Secretaria Geral de Apoio à Desestatização, abr. 2002, 58p. Edição Especial.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Programa Nacional de Desestatização: Relatório de Atividades 1997. Rio de Janeiro: Secretaria Geral de Apoio à Desestatização, [1998?], 40 p. Edição Especial.

BNDES, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. **Programa Nacional de Desestatização:** Legislação Básica. Rio de Janeiro: Área de Comunicação e Cultura - Gerência Executiva de Comunicações e Marketing do BNDES, 2001. 222 p.

BARROSO FILHO, João. **O polêmico conceito de valor.** Maceió. Universidade Federal de Alagoas, 1996.44 pg.

CAMPOS FILHO, Ademar. **Demonstração de Fluxos de Caixa:** uma ferramenta importante para administrar sua empresa. São Paulo: Ed. Atlas, 1999. 108 p.

CVRD. **Relação com investidores.** Disponível em: <<http://www.rio@cverd.com.br>>.



Acesso em: 28 mai. 2002.

CONSELHO REGIONAL DE CONTABILIDADE DO ESTADO DE SÃO PAULO. **Os princípios Fundamentais de Contabilidade, as normas Brasileiras de Contabilidade e o código de Ética Profissional do Contabilista.** São Paulo, 2000. 211 p.

DAMODARAN, Aswath. **A Face Oculta da Avaliação:** Avaliação de Empresas, da Velha Tecnologia, Da Nova Tecnologia e da Nova Economia. São Paulo: Ed. Makron Books, 2002. 466 p.

EHRlich, Pierre Jacques. **Engenharia Econômica:** Avaliação e Seleção de Projetos de Investimentos. 5. ed. São Paulo: Ed. Atlas, 1998. 191 p.

FALCINI, Primo. **Avaliação Econômica de Empresa.** São Paulo:Ed. Atlas, 1992. 209 p.

FREZATTI, Fábio. **Gestão do Fluxo de Caixa Diário:** como dispor de um instrumento fundamental para o gerenciamento do negócio. São Paulo: Ed. Atlas, 1997. 124 p.

HIRSCHFELD, Henrique. **Engenharia Econômica e Análise de Custos.** 5. ed. São Paulo:Ed. Atlas, 1999. 465 p.

TEMÁTICA CONTÁBIL E BALANÇOS. São Paulo: IOB, 2000-Semanal. Boletim 36.

LOPES , Carlos Thomaz G. **Planejamento Estatal.** São Paulo: ed. Pioneira, 1990. 205 p.

MARTINS, Eliseu. **Avaliação de Empresas:** Da mensuração Contábil à Econômica. São Paulo: Ed. Atlas, 2000. 414 p.

MATARAZZO, Dante C. **Análise Financeira de Balanços.** 5.ed. São Paulo: Ed. Atlas, 1998. 471 p.

ORNELAS, Martinho Mauricio Gomes de. **Avaliação de Sociedades:** apuração de haveres em processos judiciais. São Paulo: Ed. Atlas, 2001. 204 p.

REGO, J. M; LACERDA, Antônio Corrêa.(organizadores). **Economia Brasileira.** São Paulo: Saraiva, 2000. 262p.

SILVA, José Pereira. **Análise das Demonstrações Contábeis**. 5. ed. São Paulo: Ed. Atlas, 1999. 157 p.

STEWART, Michael. **A moderna Economia**. São Paulo: Ed. Atlas, 1976. 252 p.

TEMÁTICA CONTÁBIL E BALANÇOS. São Paulo: IOB, 2000-Semanal. Boletim.

## **ANEXOS**

## ANEXO A

Período	Índice de inflação – Brasil (% anual)	Taxa de Juros Nominal – Brasil (% anual) - projeção
1996	9,18	
1997	5,11	30,9
1998	1,65	16,8
1999	8,60	17,1
2000	5,83	17,5
2001	7,42	17,5
2002	4,75*	18,0**
2003		16,5**
2004		14,5**
2005		13,0**
2006		13,4**

Fonte: Ipea. Tabela elaborada pela autora.

\* Inflação calculada até agosto de 2002

\*\* Projeção