

METODOLOGIA GERAL DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Camila Pires Cremasco Gabriel¹

Luis Roberto Almeida Gabriel Filho²

Thiago Ariceto³

Chádia Priscila Cardoso Gonçalves⁴

Matheus Choueri⁵

RESUMO: A definição do valor de uma empresa é uma tarefa complexa, exigindo uma coerência e rigor conceituais na formulação do modelo de cálculo de acordo com o autor, este capítulo propõe-se a estudar as metodologias de cálculo do valor de mercado de uma empresa, conforme discutidas na literatura de Finanças, e discutir procedimentos técnicos e conceituais coerentes com o enunciado da teoria das Finanças Corporativas.

Palavras chave: fluxo de caixa descontado, valor da empresa, resultados futuros.

INTRODUÇÃO

As Finanças Corporativas estão baseadas em um objetivo básico, o de criação de valor da empresa, promovendo a maximização de riqueza de seus acionistas. Existem diversos métodos de avaliação, contudo, todos são prescindidos de uma dose de subjetividade na definição de valor.

¹ Docente do curso Tecnologia em Agronegócio (FATEC-Presidente Prudente/SP) - Mestre em Matemática Pura (DM/UFSCar) e Doutora em Energia na Agricultura (FCA/UNESP). camila@fatec.edu.br.

² Docente do curso de Administração (CE/UNESP-Tupã/SP) – Mestre em Matemática Pura (ICMC/USP) e Doutor em Energia na Agricultura (FCA/UNESP). gabrielfilho@tupa.unesp.br.

³ Discente do curso Tecnologia em Agronegócio (FATEC-Presidente Prudente/SP). auaete@hotmail.com.

⁴ Discente do curso Tecnologia em Agronegócio (FATEC-Presidente Prudente/SP). chadia_lm@yahoo.com.br.

⁵ Discente do curso Tecnologia em Agronegócio (FATEC-Presidente Prudente/SP). matheuschoueri@bol.com.br.

Segundo ASSAF NETO (2005), os modelos baseados no Fluxo de Caixa Descontado (FCD) se mostram mais satisfatórios e rigorosos para avaliar o valor real da empresa, e trabalham sobre a expectativa de fixação de resultados futuros esperados obtidos do comportamento do mercado. Uma empresa é avaliada por sua riqueza econômica expressa a valor presente, dimensionada pelos benefícios operacionais de caixa esperado no futuro e descontados por uma taxa de atratividade que reflete o custo de oportunidade dos provedores de capital. Persiste no processo de avaliação uma relação implícita entre o retorno e o risco esperados.

Segundo Gitman (2004), o risco da empresa é o aspecto mais relevante aos investidores, pois afeta as oportunidades de investimento e mais notoriamente a riqueza dos proprietários. Os investidores estão propensos a assumir riscos desde que, sejam recompensados por uma expectativa de um retorno maior do seu capital.

Neste trabalho são apresentadas as técnicas de como determinar a avaliação de uma empresa quanto ao seu valor.

METODOLOGIA

O presente trabalho foi delineado como um estudo bibliográfico sobre as decisões de investimento e dimensionamento dos fluxos de caixa.

Foi realizada uma revisão bibliográfica sobre o assunto proposto e de acordo com os tópicos estudados serão elaborados problemas para discussão, por meio de exemplos também foram demonstrados os aspectos gerais para avaliação de uma empresa com dados simulados computacionalmente.

RESULTADOS E DISCUSSÃO

Neste item consideramos tópicos que são imprescindíveis para avaliação de uma determinada empresa.

MÉTODOS PATRIMONIAIS E CRITÉRIOS DE MENSURAÇÃO DE ATIVOS

Segundo Gitman (2004), os métodos patrimoniais que destacam o valor da empresa com base no valor do respectivo patrimônio líquido. O valor patrimonial é medido pela diferença entre o valor de seus ativos e o montante de suas obrigações (passivo). O valor da empresa é obtido pela soma do patrimônio líquido com o valor do passivo. Os principais conceitos de mensuração:

Valor histórico: registra o valor do ativo no momento de sua aquisição ou elaboração. Este conceito de mensuração pressupõe a prática de preços constantes ao longo do tempo. A principal restrição ao método decorre de a avaliação ser baseada em valores passados (ocorridos), e não em expectativas futuras de resultados. Pois como já foi dito, o valor de uma empresa é essencialmente função da sua capacidade de gerar resultados no futuro, e não dos valores apurados ou acumulados em períodos passados.

Valor histórico corrigido: considera a correção dos valores históricos (originais), atualizando-os para moeda de mesmo poder de compra, ou seja, realiza atualização monetária dos valores patrimoniais segundo ao índice de inflação acumulado do período.

Contudo, os métodos de mensuração do valor patrimonial: *custo histórico* puro (sem correção) ou corrigido, não podem refletir o efetivo valor da empresa, e em muitos casos pode ao longo do tempo tornam-se informação sem relevância.

O valor de *realização de mercado* determina o valor possível dos ativos da empresa de serem executados individualmente em um mercado organizado. O preço de mercado se mostra como uma opção razoável quando se trata de realização no curto prazo. Entretanto, o método não leva em conta a possível sinergia dos ativos, fixando valores financeiros de sua realização.

O *valor realizado líquido* é determinado pela diferença entre o valor corrente de venda do ativo e todos os custos e despesas incrementais previstos relacionados com a transação de venda e entrega, exceto os de natureza fiscal. O preço líquido, abatendo-se todas as obrigações adicionais, permite uma aproximação maior do valor corrente de mercado.

O *valor de liquidação* o montante que se obteria com o eventual encerramento das atividades da empresa, e sujeitos os ativos aos preços de realização vigente no mercado. Devido à conjuntura da situação em que é realizado, o valor de liquidação é estabelecido em condições desvantajosas. Na determinação dos passivos, devem ser consideradas inclusive as denominadas obrigações ocultas (não registradas normalmente pela contabilidade), como o passivo trabalhista, por exemplo.

O *valor de reposição* equivale ao preço corrente de repor todos os ativos em uso da empresa. O conceito pressupõe a idéia de continuidade (perpetuidade) de um empreendimento. Os valores de reposição podem diferenciar dos valores históricos apurados pela Contabilidade, gerando informações relevantes como resultados (ganhos ou perdas) de estocagem e de capital.

GANHOS E PERDAS NOS VALORES DE REPOSIÇÃO

Segundo Assaf Neto (2005), ocorre ganho (economia) de estocagem quando o custo do produto ou mercadoria estocado subiu mais que o preço pago, inclusive a inflação do período. Ao contrário, quando o preço de aquisição do produto ou mercadoria for, em valores atualizados, superior a sua cotação atual de mercado, apura-se uma perda (deseconomia) de estocagem.

Esses ganhos ou perdas de estocagem tornam-se realizados quando ocorrer a venda; são classificados como não realizados quando a variação nos preços ocorrer antes da venda, sendo acrescida aos estoques.

O conceito de ganhos ou perdas de capital segue a mesma linha de raciocínio descrita para os resultados de estocagem, somente diferenciando-se por considerar outros itens dos ativos que não estoque.

O custo de reposição (corrente) pode ainda ser obtido em valores corrigidos, sofrendo seus valores em ajuste por índice de preços selecionados para a data da comparação. Deve-se corrigir o item avaliado no momento t_0 para t_1 , quando se procederá a comparação com o ativo mensurado a preço corrente. Com isso, os valores dos períodos tornam-se comparáveis por estarem expressos em moeda de mesma capacidade aquisitiva.

ECONOMIAS (OU DESECONOMIAS) DE CUSTO NÃO REALIZADAS

Refere-se às variações de valor dos elementos mantidos em estoques pela empresa em determinado período. São mensurados pelas diferenças encontradas entre os custos correntes e os históricos. Por isso, tornando-se perceptível uma valorização nos estoques (não realizados) que, se embutida na demonstração de resultados, faria ocorrer um lucro, o qual não existe em termos de caixa.

ANÁLISE DAS INFLUÊNCIAS DOS VALORES CORRENTES

Basicamente resultados obtidos a partir dos modelos de mensuração: histórico puro e corrente puro, para finalidade gerencial tem pouca utilidade, pois não consideram os efeitos da inflação. Voltando-se a atenção para os demais modelos de mensuração de ativos.

O resultado histórico corrigido: apura um lucro de maior qualidade, um lucro que considera apenas o valor obtido de receita menos o valor investido na comprado

produto vendido, corrigido pela inflação. Porém, esse critério pondera a variação de preços específica dos produtos negociados.

O resultado a valores correntes corrigidos mostra demonstra o acréscimo ou decréscimo patrimonial global da empresa (economia de custo não realizada) que se valoriza acima da inflação. Contudo, esse lucro está absolutamente indisponível financeiramente.

OBSERVAÇÕES FINAIS SOBRE O CUSTO DE REPOSIÇÃO

Existem algumas desvantagens na aplicação dos custos de reposição nos métodos patrimoniais quando diz respeito a produtos sazonais, de moda e produtos de segmentos com grande evolução tecnológica. Para esses tipos de produtos é necessária que haja uma comparação com ativos aceitos como equivalentes, obtendo-se por aproximação o preço de reposição.

O ativo total de uma empresa avaliado pelo custo corrente deve reproduzir, em essência, o valor que deveria pagar para montar outra empresa congruente (ou mais próximo possível disto) em estado de nova. Essa análise é relevante principalmente do ponto de vista de um investidor potencial, que esteja analisando a possibilidade de uma eventual participação acionária no capital da empresa. Neste caso a tomada de decisão se apoiaria nos resultados desta avaliação.

VALOR DA EMPRESA DE VALOR DOS BALANÇOS

Tendo como objetivo básico a maximização do valor de mercado da empresa, ocorre uma avaliação do impacto de cada decisão sobre a criação de valor.

O balanço patrimonial tal como é são elaborados pela contabilidade, não tem por objetivo refletir o valor de mercado de um ativo. O montante do patrimônio líquido ou o valor patrimonial de uma ação, nada têm a ver com o genuíno valor de mercado da empresa. Os valores disponíveis pela contabilidade encontram-se a preços de custos históricos ou históricos corrigidos. Os ativos de uma empresa são dimensionados por seus custos, a fim de serem confrontados com as receitas de vendas e conhecer o lucro, não mensurando seu valor de realização de mercado.

O patrimônio líquido a preços de reposição envolve a quantificação do volume de capital necessário para se obter uma empresa no mesmo estado que se encontra. O investidor é atraído a desembolsar mais do que ele gastaria para montar uma empresa, somente quando o empreendimento tivesse a capacidade de produzir lucros acima do nível considerado normal. Nesta situação fica claro o conceito *goodwill*, quando uma empresa tem seu valor de mercado fixado acima do valor de reposição de seu patrimônio líquido.

AJUSTES CONTÁBEIS NO BRASIL PARA AVALIAÇÃO

Segundo Gitman (2004), a Contabilidade no Brasil adota algumas práticas que necessitam ser ajustadas para calcular medidas de valor. As principais novas mensurações e ajustes são nos seguintes indicadores:

- Custo de oportunidade do capital próprio: lucro mínimo requerido pelos proprietários ao decidirem aplicar seus recursos em determinada empresa.
- Inflação: ao se admitir a presença de taxas positivas de inflação na economia, os balanços (e demonstrativos de resultados) deixam de oferecer informações confiáveis, distorcendo os resultados e limitando fortemente o significado dos valores apurados;
- Juros sobre o capital próprio: é uma taxa de juros que representa uma alternativa de financiamento idealizada pelo governo federal, sem vínculo inclusive com a taxa de juros do mercado, esta é facultativa sendo executada a critério da empresa.

- Resultado operacional: é o resultado do negócio, formado basicamente pelas operações da empresa, não sofrendo influência na forma como os ativos da empresa encontram-se financiados. O resultado operacional pode ainda ser considerado como lucro líquido, salvo quando a empresa é financiada exclusivamente por capital próprio.

As principais restrições básicas do uso de demonstração contábil são:

- A não consideração do risco operacional e financeira na mensuração do lucro;
- Divulgação dos resultados em valores históricos (nominais).

MÉTODOS DE MÚLTIPLOS DE MERCADO OU DE TRANSAÇÕES COMPARÁVEIS

O método de múltiplos de mercado consiste em determinar o valor da empresa comparando seu desempenho com outras empresas cotadas em bolsa de valores, indicando quanto o mercado estaria disposto a pagar pela empresa em avaliação. Um problema desse método é que diferentes momentos de venda implicam em diferentes avaliações, e ainda as características do mercado em que cada empresa atua implica em diferentes potenciais de riqueza futuros.

MÉTODO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

O valor de uma empresa é função dos benefícios econômicos esperados de caixa, do risco associado a esses resultados previstos e da taxa retorno requerida pelos proprietários do capital.

Ao se trabalhar fundamentalmente com valores esperados, algumas análises de sensibilidade devem ser empregadas nos cálculos, o que torna os resultados mais representativos do efetivo valor da empresa.

Princípio do Método de Fluxo de Caixa Descontado: uma empresa é avaliada por sua riqueza econômica expressa a valor presente, dimensionada pelos benefícios de caixa esperados no futuro e descontados por uma taxa de atratividade que reflete o custo de oportunidade dos vários provedores de capital.

Os princípios gerais do (FCD):

- a avaliação do investimento é processada com base nos fluxos de caixa de natureza operacional;
- o risco é incorporado na avaliação econômica de investimento, respeitadas as preferências do investidor;
- a decisão identifica o valor presente do ativo com base na taxa de desconto apropriada a remunerar o capital.

FORMULAÇÕES DO MÉTODO DO FCD

O método é desenvolvido com base na seguinte expressão genérica de cálculo:

$$\text{Valor} = \frac{\text{FCO}_1}{(1+K)} + \frac{\text{FCO}_2}{(1+K)^2} + \frac{\text{FCO}_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{\text{FCO}_N}{(1+K)^N}$$

onde:

- Valor: equivale ao valor econômico (presente do investimento);
- FCO: fluxo de caixa operacional;
- K: taxa de desconto.

Para uma simulação computacional com um período até 2 anos (N=24), considerando-se FCO=R\$ 1.000,00 e K=2%, têm-se o valor presente do investimento em função do tempo N , conforme a Figura 1.

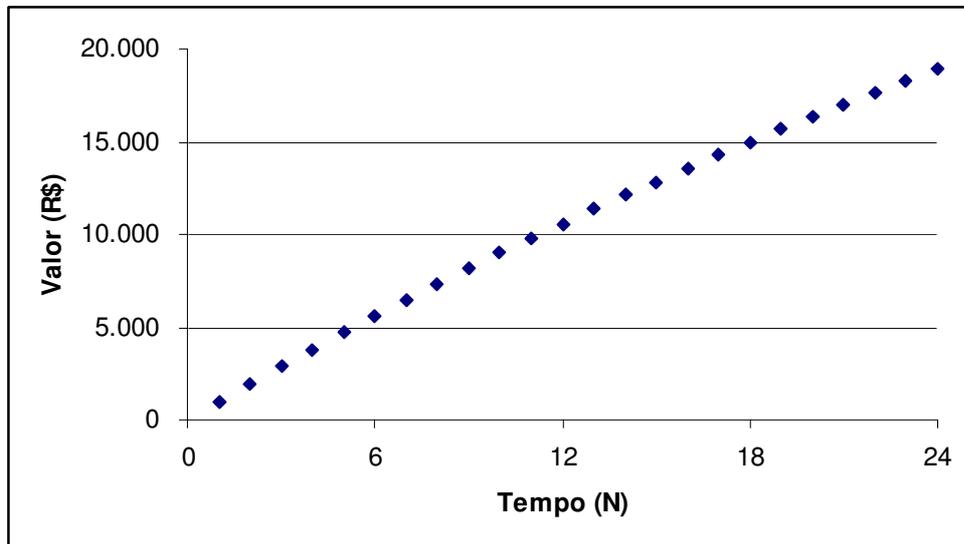


Figura 1: Simulação computacional do valor presente do investimento em função do tempo N em um período de até 2 anos, com FCO=R\$ 1.000,00 e K=2%.

Pela Figura 1, é possível observar que o valor presente aumenta à medida que o número de parcelas (ou tempo) aumenta.

Admitindo-se um FCO constante e perpétuo, o valor econômico pode ser representado pela expressão:

$$\text{Valor} = \sum_{j=1}^n \frac{\text{FCO}_j}{(1 + K)^j}$$

Admitindo a perpetuidade e a manutenção dos valores de fluxo de caixa, tem-se:

$$\text{Valor} = \sum_{j=1}^n \frac{\text{FCO}_j}{(1 + K)^j}$$

Considerando, no entanto, que os fluxos de caixa cresçam todo ano a uma taxa g constante, a formulação do valor presente de um fluxo perpétuo apresenta-se de seguinte forma:

$$\text{Valor} = \frac{\text{FCO}_1}{K - g}$$

Esta expressão, conhecida por modelo de Gordon, permite apurar o valor presente de um fluxo de caixa perpétuo que apresenta um crescimento constante g .

DESMEMBRAMENTO DO MODELO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

O modelo do FCD, conforme visto ao longo do texto determina o valor da empresa para todos os proprietários de capital (credores e acionistas). O valor da empresa para o acionista é o valor total da empresa menos o seu endividamento.

Dessa forma, o valor da empresa pelo FCD pode ser determinado também pelo valor presente dos fluxos de caixa dos acionistas e credores, descontados pelas taxas que reflitam seus respectivos riscos.

CONCLUSÃO

O trabalho é relevante para determinar uma avaliação de uma empresa. Dentre os vários itens estudados observou-se também que quando o valor presente aumenta à medida que o número de parcelas aumenta.

REFERÊNCIA

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 2 ed. São Paulo: atlas, 2005.

GITMAM, L. J. Princípios de administração financeira. 10ª ed. (tradução técnica Antonio Zoratto Sanvicente). São Paulo: Perason Addison Wesley, 2004. p. 199.

ROSSETTI, José Paschoal. **Introdução à economia**. São Paulo: atlas, 2009.