

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO - FECAP
CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Área de Concentração: Contabilidade Gerencial

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS:
UM ESTUDO PARA DETERMINAR O VALOR DA EMPRESA.**

RODRIGO LOPES DA LUZ

SUPERVISOR: PROFº. MS. AMAURI LIBA

São Paulo

2004

Pseudônimo: Daluzcont

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO - FECAP
CENTRO UNIVERSITÁRIO ÁLVARES PENTEADO
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Área de Concentração: Contabilidade Gerencial

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS:
UM ESTUDO PARA DETERMINAR O VALOR DA EMPRESA.**

Artigo apresentado ao Centro Universitário Álvares Penteado, da Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado, como parte dos requisitos de avaliação na Disciplina de Tópicos e Pesquisas Contábeis.

RODRIGO LOPES DA LUZ

SUPERVISOR: PROFº. MS. AMAURI LIBA

São Paulo

2004

Pseudônimo: Daluzcont

RESUMO

O objetivo deste artigo é evidenciar alguns métodos para avaliar uma empresa.

O método de avaliação patrimonial consiste em três modelos, o custo histórico, o custo histórico corrigido e o valor de liquidação, aonde o valor da empresa será obtido pelo somatório dos bens que constituem o patrimônio menos a dívida da empresa.

O método de avaliação econômica consiste em dois modelos, o modelo dos multiplicadores de fluxo de caixa e o modelo do fluxo de caixa descontado a valor presente, aonde o valor da empresa será obtido através do potencial de resultados futuros descontado a valor presente menos a dívida da empresa.

O grande desafio é estabelecer a taxa de desconto, porque ela é totalmente imprecisa, depende muito do cenário econômico, político e social, além da estrutura da empresa.

Neste presente artigo abordamos os conceitos e aplicamos um exemplo para cada método que foi citado acima para uma melhor compreensão

PALAVRAS CHAVE

Valor da empresa, avaliação patrimonial, avaliação econômica e taxa de desconto.

INTRODUÇÃO

Já há algum tempo, o número de transações que envolvem a compra, a venda ou a transformação de empresas tem crescido em muitos países, várias razões podem ser apontadas para justificar o crescimento desse tipo de transação, como, por exemplo, busca de economia de escala, aquisição de tecnologia, ampliação de participação de mercado ou, como é moda afirmar hoje, o processo de globalização etc.

Vários fatores são relevantes para esse tipo de transação. Todavia, o critério aplicado para determinar o valor (avaliação) das empresas transacionadas é possivelmente, o mais relevante entre tais fatores. Por um lado, porque a efetivação da transação decorre do valor atribuído à empresa e por outro lado, porque a determinação do valor envolve, muitas vezes, aspectos subjetivos que, a rigor, nada têm a ver com ativos e passivos.

Apesar da importância daqueles critérios, é possível notar a falta de uniformidade no que diz respeito ao entendimento daquilo que eles representam. Não raramente o tema tem sido tratado de forma superficial ou, até mesmo, imprópria, e o tipo mais comum de colocação, quanto ao processo de avaliação de empresas, é: a empresa deve ser avaliada pelo seu valor econômico, como se isso fosse suficiente para estabelecer o critério e o mecanismo de mensuração do valor da empresa.

Como determinar o valor de uma empresa? Quais os métodos de avaliação?

Desde logo é possível argumentar que, à luz da teoria econômica, qualquer que seja o valor pelo qual uma empresa seja negociada, ele representa um valor econômico. Portanto, podemos afirmar que a empresa deverá ser avaliada com base em resultados futuros.

Este trabalho, baseado em uma pesquisa bibliográfica, tem por objetivo discutir critérios para estabelecer o valor de empresas envolvidas em processo de negociação. Para que o objetivo seja atingido será feita uma discussão a respeito dos critérios mais utilizados para avaliar uma empresa.

O texto está organizado em 3 seções além da conclusão. Na seção 1 discute-se os conceitos de avaliação de empresas, na seção 2 discute-se os métodos usuais de avaliação de empresas pelo valor patrimonial, na seção 3 discute-se os métodos usuais de avaliação de empresas pelo valor econômico.

1. AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Transações que envolvem a negociação de empresas tem sido intensas no Brasil e em muitos países. Esse movimento fez vir à tona várias questões que envolvem o assunto, principalmente a questão da determinação do valor da empresa que está sendo negociada.

Martins (2001:263) menciona que, existem várias razões para implantar um processo de avaliação de empresas, as principais são as relacionadas a seguir:

- *“Compra e venda de negócios;*
- *Fusão, cisão e incorporação de empresas;*
- *Dissolução de sociedades; e*
- *Liquidação de empreendimentos”.*

Para Martins (2001:264) *“Pelo exposto, vários métodos ou modelos podem ser usados para avaliar um empreendimento. Acreditamos que não existe uma formula exata. Desejaríamos obter um resultado científico, exato, objetivo e perfeito, mas nenhum deles parece ter alcançado, e provavelmente nunca alcançará essa meta”.*

Neiva (1999:11) define que, *“A avaliação de uma empresa não pode ser feita segundo princípios de uma ciência exata”.*

Mesmo que estes métodos ou modelos sejam limitados, eles oferecem importantes contribuições para a identificação do valor da empresa.

1.1. CONCEITOS

Como premissa a avaliação de uma empresa normalmente se inicia pelas demonstrações contábeis. Geralmente as demonstrações são incapazes de apresentar o valor da empresa devido a adoção dos princípios contábeis.

Para Martins (2001:265), *“O conjunto de demonstrações contábeis pode ser ajustado para aproximar-se do valor econômico da entidade. Em determinados negócios, os ativos e passivos não registrados (off-balance-sheet) são mais expressivos que os divulgados (on-balance-sheet). Isso demanda especial atenção do avaliador para identificá-los e dimensioná-los”.*

Ao analisar as demonstrações podemos encontrar alguns itens off-balance-sheet como por exemplo o estoque que pode ser avaliado pelo valor de realização, garantias, clientes, fornecedores e capital intelectual.

Para Martins (2001:265) “*A contabilidade está concentrada exclusivamente nos capitais físicos e monetários, ignorando um dos capitais mais relevantes dos empreendimentos contemporâneos, ou seja: o capital intelectual*”.

Para fins didático Martins cita Sveiby (1997) “*Que o capital intelectual seria composto por ativos intangíveis e poderia, para fins didáticos, ser subdividido da seguinte forma:*

1. *competência das pessoas;*
2. *estrutura interna; e*
3. *estrutura externa”.*

Aonde competências das pessoas seria a educação e experiências de todos os colaboradores da empresa, a estrutura interna seria o conhecimento existente da organização, patentes e cultura organizacional e a estrutura externa seria todo o conhecimento gerado pela organização com os clientes, fornecedores e imagem da empresa

Como exemplo Martins (2001:267) faz uma ilustração no quadro n.º 1 sintetizando os conceitos concebidos por Sveiby(1997), “que evidencia uma parte visível (contas geralmente expostas nas demonstrações contábeis) e outra submersa, constituída pelo capital intelectual”.

Quadro n.º1 – Balanço Patrimonial (visível e invisível)				
	Ativos Visíveis		Passivos Visíveis	
Caixa				
Contas a Receber				
Ativos Permanentes				
Estrutura Externa				
Estrutura Interna				
Competência Das Pessoas				
	Ativos Invisíveis		Passivos Invisíveis	

Fonte: Martins (2001:267)

Na ilustração acima procuramos apenas demonstrar que para avaliar uma empresa não basta somente considerar a evidenciação e a mensuração dos ativos que as demonstrações contábeis apresentam e sim considerar a estrutura interna da empresa que geralmente são criados pelos colaboradores e possuídos pela empresa, no qual é a forma que a empresa age.

2. MÉTODOS USUAIS PARA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

MARTINS (2001:265), afirma que, *“A avaliação patrimonial e econômica das empresas tem provocado enormes discussões acadêmicas e profissionais ao longo do tempo, confusões conceituais, críticas quanto à relevância e à utilidade da Contabilidade, conferências, artigos etc.”*.

Mesmo com as discussões acadêmicas que o autor cita em relação a avaliação patrimonial e econômicas das empresas, vamos abordar os métodos mais usuais para avaliar uma empresa. Cabe salientar que nos métodos de avaliação patrimonial (custo histórico, custo histórico corrigido e valor de liquidação) não estamos considerando o capital intelectual que dependendo do caso pode ser relevante ou não, já nos métodos de avaliação econômica (multiplicadores de fluxo de caixa e fluxo de caixa descontados) estamos considerando o capital intelectual porque é o potencial de resultados futuros.

2.1. MODELO CUSTO HISTÓRICO

O valor contábil é a abordagem mais direta do valor de uma empresa e baseia-se nas informações fornecidas pelas demonstrações contábeis.

Para Falcini (1995:18), *“A primeira base para a avaliação de um bem é o seu custo original ou histórico; é o valor de entrada do bem no patrimônio social do empreendimento”*.

Para Martins (2001:31), *“O custo histórico consiste no sacrifício efetuado para disponibilizar um dado recurso. Por ser um custo incorrido (passado), ele é estático, desconsiderando possíveis alterações de preços (gerais da economia ou específicas)”*.

Para Marion e Iudícibus (2002:156), *“O valor histórico apurado pela contabilidade, obtido pela diferença entre o Ativo e o Passivo Exigível, identifica muito mais quanto custa a empresa do que quanto ela vale, já que sua base é o princípio do custo histórico como base de valor”*.

Vamos citar dois itens como exemplo do custo histórico como base de valor que são os estoques e os bens do ativo imobilizado

Vimos acima que o custo histórico é muito importante para o início do processo de avaliação de uma empresa, ou seja, podemos dizer que é o alicerce do processo de avaliação.

Com isso podemos dizer que o valor da empresa é calculado da seguinte forma:

Rasmussen (1989:99) define que, “o valor da empresa é ativos menos passivos igual a patrimônio líquido”.

O ponto fraco deste método é que no decorrer do tempo o cenário econômico pode apresentar picos de inflação, divergindo dos valores de mercado, uma vez que o valor dos ativos e passivos são baseados nos seus custos históricos.

Martins (2001:269) afirma que, “O modelo de avaliação patrimonial pode ser utilizado para empresas cujos ativos mensurados pelos princípios contábeis não divergem muito de seus valores de mercado e que não possuem um goodwill significativo”.

Apesar de suas limitações, a situação contábil de uma empresa é uma informação útil, como ponto de partida para a análise econômico financeira, dentro do processo de avaliação.

Vejamos um exemplo partindo da demonstração contábil para obter-se o valor patrimonial da empresa. A demonstração abaixo não apresenta estoque e nem capital intelectual registrado.

Quadro n.º 2 - Balanço Patrimonial Levantado em 31/12/2003 - em R\$ mil			
Ativo		Passivo	
Circulante	239.611	Circulante	34.813
Realizável a Longo Prazo	16.118	Exigível a Longo Prazo	7.646
Permanente	24.501	Patrimônio Líquido	237.771
Total	280.230	Total	280.230

Fonte: Adaptado de Neiva (1999, p. 71)

Conforme demonstrado no quadro n.º 2 o total dos ativos é de R\$ 280,2 milhões e suas dívidas está avaliadas em 42,5 milhões portanto o valor da empresa pelo custo histórico é de R\$ 237,7 milhões.

2.2. MODELO CUSTO HISTÓRICO CORRIGIDO

Podemos afirmar que o custo histórico corrigido é a combinação do custo histórico com o princípio contábil do denominador comum monetário.

Para Martins (2001:32) *“O custo histórico, que seja objeto de uma correção, que por um coeficiente derivado da variação de Índice Geral de Preços (IGP), quer por um derivado de um outro índice mais específico. Assim tem-se a possibilidade de se colocar diversos custos de diferentes datas em termos de uma moeda de capacidade aquisitiva (geral ou específica) de uma outra data qualquer; isto melhora indubitavelmente a possibilidade de comparações, tão necessárias à Administração e à Economia”*.

Com isso afirmamos que o custo histórico corrigido é o custo histórico ajustado para reconhecer os efeitos da variação do poder aquisitivo da moeda quer seja inflação ou deflação.

Martins (2001:33) destaca que, *“Esse procedimento mistura variação do poder aquisitivo da moeda (inflação/deflação) com valor do dinheiro no tempo (equivalência de capitais)”*.

Cabe salientar que o coeficiente para a correção dos itens patrimoniais deverão ser analisados e escolhido conforme cenário econômico do setor, evitando erros na hora de avaliar a empresa, assim não teríamos valores distorcidos e estaríamos mais ou menos conforme meta de inflação estabelecida para este setor.

Vejamos um exemplo partindo da demonstração contábil corrigida pelo I-GPM para obter-se o valor patrimonial da empresa. O I-GPM acumulado do ano foi de 78.23% e a demonstração abaixo não apresenta estoque e nem capital intelectual registrado.

Quadro n.º 3 – Balanço Patrimonial Levantado em 31/12/2003 – em R\$ mil					
Ativo			Passivo		
	Real	Corrigido		Real	Corrigido
Circulante	239.611	239.611	Circulante	34.813	34.813
Realizável a Longo Prazo	16.118	16.118	Exigível a Longo Prazo	7.646	7.646
Permanente	24.501	43.668	Patrimônio Líquido	237.771	256.938
Total	280.230	299.397	Total	280.230	299.397

Fonte: Adaptado de Neiva (1999, p. 71)

Conforme demonstrado no quadro n.º 3 o total dos ativos corrigidos é de R\$ 299,4 milhões e suas dívidas está avaliadas em 42,5 milhões portanto o valor da empresa pelo custo histórico corrigido é de R\$ 256,9 milhões.

2.3. MODELO DO VALOR DE LIQUIDAÇÃO

Antes de iniciarmos a abordagem desse modelo, vejamos que as negociações de empresas pelo valor de liquidação afeta o postulado da continuidade.

Iudícibus (2000:48) esclarece o postulado da continuidade, “*As entidades são consideradas como empreendimentos em andamento, e seus ativos devem ser avaliados de acordo com a potencialidade que tem de gerar benefícios futuros para a empresa, na continuidade de suas operações, e não pelo valor que poderíamos obter se fossem vendidos como estão...(no estado em que se encontram)*”.

Ou seja, a entidade não é vista como vendedora de seus ativos e sim como aquela que usa os ativos para o processo de geração de benefícios futuros. Se a entidade entrar no processo de liquidação pode causar grandes impactos na economia gerando a descontinuidade da entidade.

Para Martins (2001:109) “*O uso do valor de liquidação geralmente ocorre em decisões não recorrentes, ligadas à descontinuidade parcial ou total do empreendimento*”.

Em outras palavras a descontinuidade da entidade ocorre quando ha falências, reestruturações, encerramento de atividades, dificuldades financeiras e etc.

Martins (2001:264) afirma que, “*O valor de liquidação ordenada é pelo que valem seus ativos avaliados a preço de venda, diminuídos dos gastos para se efetuar essa venda (comissão, impostos, transportes e etc.) e o valor necessário para saldar seu passivo para com terceiros*”.

Damodaran (1999:343) define que, “*O valor do patrimônio líquido é igual o valor de liquidação dos ativos menos a dívida pendente*”.

Algumas atividades podem usar os valores de liquidação com regularidade. Algumas empresas do ramo financeiro, especialmente as especializadas em desmanche de empresas, são exemplos cabíveis.

Vejamos um exemplo partindo da demonstração contábil para obter-se o valor de uma empresa em processo de liquidação.

Quadro n.º 4 - Balanço Patrimonial Levantado em 31/12/2003 - em R\$ mil			
Ativo		Passivo	
Circulante	239.611	Circulante	34.813
Realizável a Longo Prazo	16.118	Exigível a Longo Prazo	7.646
Permanente	24.501	Patrimônio Líquido	237.771
Total	280.230	Total	280.230

Fonte: Adaptado de Neiva (1999, p. 71)

Vejamos no quadro n.º 4 que a empresa possui registrado no permanente imobilizado líquido de 24,5 milhões e que por coincidência o preço de mercado é o mesmo o valor da empresa seria ($237.771 = 24.501 - 42.459$) = 219.813. Ou seja, o valor de liquidação da empresa é de R\$ 219,8 milhões.

3. MODELOS DE AVALIAÇÃO ATRAVÉS DO FLUXO DE CAIXA

Antes de iniciarmos a abordagem sobre o fluxo de caixa descontado a valor presente que uma das mais utilizadas no mercado para avaliar empresas vamos abordar outros dois modelos de avaliar a empresa através do fluxo de caixa, que são os modelos dos multiplicadores de fluxo de caixa e o fluxo de caixa descontado a valor presente.

3.1. MODELO DOS MULTIPLICADORES DE FLUXO DE CAIXA

Está ocorrendo uma evolução muito relevante que é a substituição dos múltiplos de fluxo de caixa por múltiplos de lucros na avaliação de empresas.

Esta substituição se dá há criação do EBITDA que nada mais é do que o lucro antes dos juros, tributos sobre o lucro, depreciação, amortização e exaustão.

Martins(2001:272) explica o significado contábil do conceito Ebitda:

“o que se quer com o EBITDA, é o valor do caixa, ou melhor, do potencial de geração do caixa (portanto valores antes de se considerarem as depreciações) produzidos pelos ativos genuinamente operacionais (excluindo-se então as receitas financeiras que, neste caso, não são o objetivo da empresa), sem os efeitos decorrentes da forma de financiamento da empresa (portanto, excluindo-se também as despesas financeiras) e antes dos efeitos dos tributos sobre o resultado (Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o lucro no caso brasileiro)”.

O grande desafio nesse modelo é encontrar o multiplicador, que é totalmente impreciso, que irá influenciar bastante para estimar o valor da empresa, levando sempre em consideração que cada segmento econômico apresenta o seu multiplicador em função da estrutura da formação de seu resultado e da taxa de retorno requerida.

Para determinar a taxa de retorno requerida temos que analisar vários aspectos e fatores de acordo com o tipo de empresa e o cenário econômico comparando com a taxa interna de retorno. Abaixo abordamos a definição de taxa interna de retorno e a taxa de retorno requerida.

Kassai, Kassai, Santos e Neto (2000:66) define que, “A taxa interna de retorno é uma das técnicas mais sofisticadas de se avaliar propostas de investimento de capital. Ela representa a taxa de desconto que iguala, num único momento, os fluxos de entrada com os de saída”.

Kassai, Kassai, Santos e Neto (2000:66) define que: “A taxa de retorno requerida é a taxa mínima a ser alcançada em determinado projeto”.

Ou seja, se a taxa interna de retorno for maior ou igual a taxa de retorno requerida será viável e se for menor será inviável. O excedente da taxa de retorno requerida é indicativo de riqueza que está sendo agregado.

Vejamos um exemplo partindo da demonstração contábil para obter-se o valor de uma empresa considerando que a empresa possui disponibilidade financeira de R\$ 750 milhões e dívidas no montante de R\$ 2.600 milhões. E o multiplicador atribuído a esse exemplo é 4.

Quadro n.º 5 – Demonstração do Resultado do Exercício – em R\$ mil	
Vendas	3.300
Custos das vendas	(1.100)
Despesas operacionais (que afetam o caixa)	(550)
EBITDA	1.650
Depreciação, amortização e exaustão	(825)
Resultado Financeiro	(275)
Lucro antes dos tributos sobre o lucro	550
IRPJ/CSLL	(187)
Lucro Líquido	363

Fonte: Adaptado de Martins (2001, p.292:296)

Quadro n.º 6 – Valor da Empresa	
Itens	Valor
EBITDA	1.650
Multiplicador	4
Subtotal	6.600
Disponibilidades	750
Dívidas	(2.600)
Valor da Empresa	4.750

Fonte: Adaptado de Martins (2001, p.292:296)

Portanto o valor da empresa é de R\$ 4.750 milhões, observando que a escolha dos multiplicadores pode causar oscilações no valor estimado da empresa.

Pseudônimo: Daluzcont

3.2. MODELO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO A VALOR PRESENTE

A demonstração de fluxo de caixa é uma técnica de natureza econômica aonde oferece um quadro mais sofisticado e confiável do valor de uma empresa do que técnicas de avaliação contábeis.

Copeland, Koller e Murrin (2000:66) define que, *“Na técnica da DFC, o valor de uma empresa são os fluxos de caixa previstos para o futuro, descontados a uma taxa que reflita o risco associado a esses fluxos”*.

Martins (2001:276) afirma que, *“O valor econômico da empresa é igual ao valor presente do fluxo de caixa operacional mais o valor de mercado dos ativos não operacionais menos o valor de mercado das dívidas financeiras”*.

Nessa categoria de modelo de avaliação Martins (2001:280) define as cinco principais variáveis:

1. *“Fluxo relevante de caixa ou fluxo de caixa livre;*
2. *Período de projeção;*
3. *Condições do endividamento financeiro;*
4. *Valor da perpetuidade ou residual; e*
5. *Taxa de desconto”*.

Para entendermos melhor a utilização desta técnica vamos abordar em rápidas palavras o conceito das principais variáveis citadas por Martins.

3.2.1. FLUXO RELEVANTE DE CAIXA OU FLUXO DE CAIXA LIVRE

Como citado no tópico anterior o fluxo de caixa livre é umas das principais variáveis porque é gerado pela empresa após a dedução dos impostos, investimentos permanentes e variações esperadas no capital circulante líquido.

Martins (2001:281) define o fluxo de caixa livre como, *“Ebitda menos imposto de renda e contribuição social, menos investimentos que podem ser permanentes ou circulantes”*.

Sabemos que na apuração do resultado as despesas de depreciação, amortização e exaustão são indispensáveis pois representa a parcela a ser retida para recuperação de

investimentos, mas o que importa na FCL são os efeitos que irão ocorrer no fluxo futuro de caixa e por isso serão expurgados além dos juros e tributos sobre o lucro obtendo-se o ebitda.

3.2.2. PERÍODO DE PROJEÇÃO

O período de projeção é o carro chefe para a análise do processo de avaliação pois compreende os intervalos de tempo para projetar-mos o fluxo de caixa.

Martins (2001:282) cita que, *“O período de projeção usualmente é determinado de acordo com a natureza do negocio e o grau de previsibilidade das variáveis relevantes”*.

Portanto, as variáveis relevantes seria os preços dos produtos; volume de vendas; custos de matérias-primas; despesas operacionais; juros nos casos em que houver financiamento a longo prazo e etc.

Na maioria dos casos as projeções são feitas num período mínimo de cinco anos dependendo do grau da previsibilidade das variáveis.

3.2.3. CONDIÇÕES DO ENDIVIDAMENTO FINANCEIRO

No processo de avaliação de empresas é essencial avaliar as condições do endividamento, se o endividamento foi ou não viável para não se precipitar em tomar uma decisão errônea. Para isso iremos utilizar uma técnica que é o custo médio ponderado de capital (CmePC). é uma ferramenta essencial para a seleção de investimentos.

Gitman (2002:395) define o custo médio ponderado de capital, *“Reflete o futuro custo médio esperado de fundos da empresa a longo prazo; é encontrado ponderando-se o custo de cada tipo específico de capital por sua proporção na estrutura de capital da empresa”*.

É uma ferramenta essencial pois indica a longo prazo quanto teremos de desembolso financeiro.

3.2.4. VALOR DA PERPETUIDADE OU RESIDUAL

O valor da perpetuidade é o valor dos fluxos de caixa de uma empresa além do período de projeção, ou seja, é o fluxo de caixa livre após o período de projeção.

Martins (2001:283) define o valor da perpetuidade sendo, *“Igual fluxo de caixa livre do ultimo período da projeção vezes um mais a taxa de crescimento dividido pelo custo médio ponderado de capital menos a taxa de crescimento”*.

Ou seja, aplicando esta formula elimina a necessidade projetar o fluxo de caixa de uma empresa por um período excessivamente longo.

Copeland (2000:250) aborda que no valor da perpetuidade que em geral, *“Significa apenas que a entrada de caixa nos primeiros anos é contrabalançada pelos desembolsos em investimentos de capital de giro – investimentos que devem gerar um fluxo de caixa mais alto nos anos posteriores”*.

O valor da perpetuidade é influenciado pela taxa de crescimento após o período de projeção.

Copeland (2000:131) define que, *“ A taxa de crescimento de uma empresa é o produto de seu retorno sobre o novo capital e sua taxa de investimento (investimento liquido dividido pelo lucro operacional)”*.

Simplificando a equação seria a taxa de crescimento igual ao retorno sobre o novo capital investido vezes a taxa de investimentos. Por exemplo, a empresa resolve investir 25% da depreciação com objetivo de obter mais lucro e tem um retorno de 20% sobre seu novo investimento, portanto, sua taxa de crescimento será igual a: $(20\% \times 25\%) = 5\%$. Isso se o desempenho econômico da empresa não tiver muitas oscilações como queda nas vendas, perdas de capital intelectual e outros.

3.2.5. TAXA DE DESCONTO

A taxa de desconto é o principal fator para apresentar o fluxo de caixa descontado, o fluxo de caixa livre e o valor da perpetuidade a valor presente

Copeland (2000:125) define que, *“A taxa de desconto deve refletir o custo de oportunidade de cada fonte de capital, ponderada por sua contribuição ao capital total da empresa”*.

Custo de oportunidade irá atribuir a remuneração, o risco e o retorno baseado na estrutura da empresa e estar acompanhando cenário econômico ou o desenvolvimento do setor em que a empresa atua.

Sem considerar os fatores internos, externos citados como capital intelectual no tópico 1.1, o custo de oportunidade basicamente seria calculado a partir do custo de capital que pode ser próprio ou capital próprio mais capital de terceiros.

Martins (2001:206) cita Gitman, “*O custo de capital, representa o custo médio do dinheiro da empresa, é um importante insumo no processo de investimento de capital*”.

Segundo o conceito citado acima, temos a possibilidade de saber quanto custa o capital investido na empresa, lembrando que o custo com capital de terceiros deve ser igual ou próximo da taxa de mercado e o capital próprio deverá ser o valor das suas operações menos as suas dívidas.

Podemos afirmar que o custo médio ponderado de capital reflete a estrutura de capital da empresa, ou seja, os encargos financeiros estão computado na taxa que está que será utilizada para descontar os fluxos.

Vejamos abaixo um exemplo, considerando as seguintes informações, o total das vendas de um ano é sempre o saldo inicial dos estoques acrescido da margem de lucro; a margem bruta é de 60%, a taxa de crescimento (estoque, CMV e vendas) é de 2%, as taxas de juros de aplicação financeira e dívidas é de 15,4% e a taxa de desconto é de 10% ao ano; todas as despesas e receitas são recebidas e pagas no ano.

Quadro n.º 7 – Balanço Patrimonial Projetado – em R\$ mil						
Itens Patrimoniais	0	1	2	3	4	5
Aplicações Finc.	5.000	9.784	15.236	21.380	28.386	36.297
Estoques	40.000	40.800	41.616	42.448	43.297	44.163
Total do Ativo	45.000	50.584	56.852	63.828	71.683	80.460
Dívidas	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000
Capital Social	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000
Lucros Acumulados	10.000	15.584	21.852	28.828	36.683	45.460
Total do Passivo	45.000	50.584	56.852	63.828	71.683	80.460

Fonte: Adaptado de Martins (2001, p.292:296)

Quadro n.º 8 – Demonstração do Resultado do Exercício Projetada – em R\$ mil					
Anos	1	2	3	4	5
Vendas	55.000	56.100	57.222	58.366	59.534
Custos das vendas	(40.000)	(40.800)	(41.616)	(42.448)	(43.297)
Lucro Bruto	15.000	15.300	15.606	15.918	16.237
Depreciação	(5.000)	(5.000)	(5.000)	(5.000)	(5.000)
Resultado Financeiro	(1.540)	(803)	36	983	2.061
Lucro Líquido antes do IR e CS	8.460	9.497	10.570	11.901	13.298
IRPJ/CSLL	(2.876)	(3.229)	3.594	4.046	4.521
Lucro Líquido	5.584	6.268	6.976	7.855	8.777

Fonte: Adaptado de Martins (2001, p.292:296)

Quadro n.º 9 - Fluxo de caixa livre da empresa – em R\$ mil					
Anos	1	2	3	4	5
Ebita	15.000	15.300	15.606	15.918	16.237
IRPJ/CSLL	(5.100)	(5.202)	(5.306)	(5.412)	(5.520)
Geração de caixa operacional	9.900	10.098	10.300	10.506	10.717
Investimentos em capital de giro	(1.000)	(1.020)	(1.040)	(1.061)	(1.082)
Fluxo de caixa livre da empresa	8.900	9.078	9.260	9.445	9.635

Fonte: Adaptado de Martins (2001, p.292:296)

Quadro n.º 10 – Valor da Empresa – em R\$ mil	
Componentes	Valor
Valor Presente do Fluxo de Caixa	34.984
Aplicações Financeiras	5.000
Dividas	(15.000)
Valor da empresa	24.984

Fonte: Adaptado de Martins (2001, p.292:296)

Com base nos quadros acima o valor presente do fluxo de caixa resulta em R\$ 34.984 milhões mais as aplicações e menos as dividas resulta no valor da empresa que é de R\$ 24.984 milhões.

CONCLUSÃO

De maneira geral, estamos quase sempre em busca de conceitos e definições firmes e objetivos para resolver o método ideal para avaliar uma empresa. Tal fato parece refletir a nossa necessidade de segurança, de modo particular em relação às decisões que precisamos tomar adiante.

Quando se trata do processo de determinar o valor de uma empresa objeto de negociação, muita discussão tem sido travada no sentido de determinar qual o melhor caminho para alcançar aquele valor.

Basicamente resumimos neste artigo alguns dos mais usuais métodos de avaliação de empresas que são os métodos de avaliação patrimonial (custo histórico, custo histórico corrigido e valor de liquidação) e o métodos de avaliação econômica (multiplicadores de fluxo de caixa e fluxo de caixa descontado).

O método de avaliação pelo valor patrimonial fica muito a desejar, pois temos que ter o cuidado de analisar se não existe nenhuma contingência que não esteja registrada em sua contabilidade, portanto, considerar como valor de empresa o que está mensurado nas demonstrações contábeis é arriscado

Já o método de avaliação econômica é muito atrativo. Contudo, separado de uma serie de constatações e de explicações que devem ser acompanhado, esse método é o melhor. Devemos ter os mesmos cuidados em relação as contingências não mensuradas. A vantagem desse método é trazer a valor presente os fluxos de caixa projetados descontado a uma taxa, aonde teremos um resultado, positivo ou negativo, em relação do valor que está sendo negociado, resultando ao investidor se é viável ou não num período (anos) ora estabelecido.

Todos sabemos que para cada empresa deve existir um valor. Nada obstante, é de se entender que esse valor não é válido para todas as empresas. É dizer: cada avaliador atribuirá um valor distinto para a empresa em questão.

É certo que, da mesma forma, se transações são realizadas é porque os agentes envolvidos concordam em torno de um determinado valor. Se por exemplo, uma transação é realizada entre dois agentes por R\$ 8.000 milhões, certamente ela, se realizada por dois agentes que não aqueles que a realizaram, apresentaria um outro valor.

Portanto a determinação do valor de uma empresa resulta sempre de expectativas voltadas para o futuro. Cada avaliador enxerga o futuro ao seu próprio modo.

Pseudônimo: Daluzcont

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- COPELAND, Tom, KOLLER, Tim e MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas “Valuation”- Calculando e gerenciando o valor das empresas.** São Paulo: Editora Makron Books, 2000.
- DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos – Ferramentas e Técnicas Para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo.** Rio de Janeiro: Editora Qualitymark, 1999.
- FALCINI, Primo. **Avaliação Econômica de Empresas – Técnica e Prática.** 2º edição, São Paulo: Editora Atlas, 1995.
- GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira.** 7º edição, São Paulo: Editora Habra, 2002.
- IUDÍCIBUS, Sérgio e MARION, José Carlos. **Introdução à Teoria da Contabilidade.** 3º edição, São Paulo: Editora Atlas, 2002.
- IUDÍCIBUS, Sérgio. **Teoria da Contabilidade.** 6º edição, São Paulo: Editora Atlas, 2000.
- KASSAI, José Roberto, KASSAI, Silvia, SANTOS, Ariovaldo dos e NETO, Alexandre Assaf. **Retorno de Investimentos – Abordagem matemática e contábil do lucro empresarial.** 2º edição, São Paulo: Editora Atlas, 2000.
- MARTINS, Eliseu. e SILVA, Paulo Roberto da. **Avaliação de Empresas: da Mensuração Contábil à Econômica.** São Paulo: Editora Atlas, 2001.
- NEIVA, Raimundo Alelaf. **Valor de Mercado da Empresa.** 3º edição, São Paulo: Editora Atlas, 1999.
- RASMUSSEN, U.W. **Aquisições, Fusões & Incorporações Empresariais – Estratégias para Comprar e Vender Empresas no País e Exterior.** São Paulo: Editora Aduaneiras, 1989.