

Marcelo Monteiro Perez

Mestrando em Ciências Contábeis e Financeiras
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC/SP).
Professor da Universidade Santa Cecília (UNISANTA) e
Universidade Paulista (UNIP)
E-mail: marcelo.perez@uol.com.br

Rubens Famá

Professor Doutor do Departamento de Administração de Empresas da
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade
de São Paulo (FEA/USP) no programa de graduação e pós-graduação.
E-mail: rfama@usp.br

RESUMO

O presente artigo apresenta um estudo sobre métodos de avaliação de empresas, abordando, segundo a literatura de finanças, as principais metodologias, com ênfase no processo de avaliação por meio do fluxo de caixa descontado, prática muito difundida no ambiente empresarial. Em seguida, é apresentado e analisado criticamente, com base nas teorias de finanças, o Balanço de Determinação, que, conforme jurisprudência, tem sido adotado pelos magistrados brasileiros como metodologia de avaliação de empresas e apuração de haveres em processos de cisão e dissolução parcial de sociedades limitadas e sociedades anônimas de capital fechado.

Palavras-chave: Avaliação de empresas, fluxo de caixa, balanço de determinação.

ABSTRACT

Methods are presented for determining the value of companies including the leading approaches set forth in literature. Emphasis is given to discounted cash flow analysis, which is well known to the business world. Special balance sheet analysis is then presented and critically analyzed in the light of finance theories. This is significant because Brazilian jurisprudence shows that magistrates have adopted this method for the analysis and valuation of companies and their assets in split-ups and partial dissolution of private limited societies as well as in closed joint-stock companies.

Key words: Valuation, cash flow, special balance sheet analysis.

1. INTRODUÇÃO

1.1. Apresentação

Quanto vale uma determinada empresa? Se a avaliação de um único ativo ou investimento gera inúmeros questionamentos e até alguma discordância quanto à metodologia adequada, o processo de avaliação de uma empresa, composta de inúmeros ativos tangíveis e intangíveis, onde interagem interesses conflitantes, é mais complexo e delicado.

Segundo a teoria de finanças, um analista, ao avaliar uma empresa, deve procurar alcançar um valor econômico justo, ou seja, um valor que represente de modo equilibrado as potencialidades e perspectivas da empresa; tal avaliação porém, apesar de utilizar-se de métodos e modelos quantitativos, não se processa exclusivamente segundo os fundamentos de uma ciência exata, não permitindo, portanto, a comprovação absoluta dos resultados, pois trabalha com premissas e hipóteses comportamentais.

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

É importante frisar que a qualidade de uma avaliação é diretamente proporcional à qualidade dos dados e informações e ao tempo despendido em

compreender a empresa avaliada. Dessa forma, o foco do analista deve estar concentrado no processo de avaliação em si e não em seu resultado final.

Ao longo deste trabalho é apresentado e analisado criteriosamente, com base nas teorias de finanças, o Balanço de Determinação como jurisprudência predominante no processo de avaliação judicial de sociedades.

1.2. Justificativa

O crescente número de fusões e aquisições em uma economia globalizada, o processo brasileiro de privatizações, o grande número de processos judiciais de cisão, dissolução parcial ou total de sociedades, além das enormes oscilações nos preços das ações em bolsas de valores no Brasil e no mundo, principalmente das ações das chamadas empresas da nova economia, são razões que por si justificariam a elaboração de trabalhos acadêmicos sobre avaliação de empresas.

Conforme pesquisa de jurisprudência realizada no STJ, Superior Tribunal de Justiça do Brasil, constata-se um avanço e consolidação de um conceito de avaliação de sociedades em funcionamento chamado Balanço de Determinação.

Apesar de ainda não normatizado pelo Conselho Federal de Contabilidade ou por qualquer órgão de perícia técnica contábil, o Balanço de Determinação vem sendo indicado pelos magistrados brasileiros como metodologia de apuração de valor de empresas e de haveres judiciais para com seus acionistas e quotistas em processos de cisão ou dissolução parcial de sociedades.

A elaboração deste texto justifica-se, portanto, por apresentar, segundo as teorias de finanças, as principais metodologias de avaliação de empresas e compará-las em seus conceitos e resultados com o Balanço de Determinação, explorando as principais diferenças conceituais e suas dificuldades práticas de aplicação, sempre em busca de uma maior aderência entre a teoria e a prática.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1. Os conceitos de valor e de preço

A diferenciação entre valor e preço é de vital importância para a compreensão do processo de

avaliação de empresas. Conforme PAIVA (2001: 2), “No campo econômico, ‘valor’ pode ser entendido como a apreciação feita por um indivíduo (num dado tempo e espaço) da importância de um bem, com base em sua utilidade (objetiva e subjetiva)”.

Portanto, é o grau de utilidade de um bem, dentro de uma escala de preferência do consumidor, que determina o seu valor. Assim, como a preferência dos seres humanos e o grau de utilidade de um bem não são fatores claramente definidos e mensuráveis, não se consegue fugir de certa subjetividade na determinação de valores de ativos.

Com base nos objetivos da avaliação e nas informações disponíveis, podem-se calcular vários ‘valores’ diferentes, numérica e conceitualmente, para as empresas, conforme os métodos de avaliação que serão apresentados a seguir, entre eles:

- Valor Contábil ou *Book Value*
- Valor de Mercado da Empresa em Bolsas de Valores
- Valor Econômico

Assim sendo, enquanto o valor é relativo e depende de vários fatores, muitos deles subjetivos, o preço é único, exato e preciso, e reflete fielmente a mensuração financeira de uma transação de compra e venda de determinada empresa.

Todavia, o preço apenas será definido como conclusão do processo de negociação entre o desejo dos compradores e as expectativas dos vendedores, que utilizarão suas mensurações de valor como referencial para a tomada de decisão em um processo onde, sem uma idéia mais coerente desse valor da empresa, passam a preponderar fatores de ordem emocional e interesses especulativos.

Conforme a literatura de finanças corporativas, o processo de avaliação de empresas consiste na busca de um valor econômico, ou seja, um valor que expresse o potencial de geração futura de riqueza da empresa. Ainda, segundo MARTINEZ (1999), não existe um valor “correto” para um negócio. O valor deve ser determinado para um propósito específico e considerar as perspectivas das partes na transação. DAMODARAN (1997) complementa demonstrando que quaisquer percepções que o analista trouxer ao processo de avaliação acabarão por se incorporar ao “valor”.

Com propriedade, FALCINI (1995: 15) afirma que “Uma avaliação econômica, ao contrário do que possa parecer, não é uma fixação concreta de um preço ou valor específico de um bem, mas é uma estimativa de base, uma tentativa de estabelecer, dentro de uma faixa, **um valor referencial de tendência**, em torno do qual atuarão as forças de mercado”.

O mesmo ocorre na apuração de haveres por meio do Balanço de Determinação. Esse processo não visa à fixação de um “preço” para a sociedade, mas à busca de um valor justo, que reflita com propriedade as características e os diferenciais da empresa avaliada.

2.2. Considerações sobre a avaliação de empresas

O processo de avaliação de uma empresa é complexo, envolve variáveis subjetivas e ferramental técnico, e a qualidade das informações utilizadas é condição *sine qua non* para a eficiência do produto final.

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

Em processos de fusões e aquisições, procedimentos de *Due Diligence* são efetuados como forma de se obterem informações que possam afetar o futuro da empresa e, conseqüentemente, seu fluxo de caixa e seu valor econômico.

Segundo DAMODARAN (1997), ainda persistem alguns mitos na avaliação de empresas, os quais não encontram fundamento empírico ou teórico. São eles:

- Desde que os modelos sejam quantitativos, a avaliação é bem-feita;
- Quanto mais quantitativo o modelo, mais precisa é a avaliação;

- Uma avaliação bem elaborada e pesquisada é duradoura.

Em seus escritos sobre avaliação de empresas, MARTINS (2001: 264) complementa: “O valor de uma empresa depende primordialmente dos benefícios líquidos que se poderá extrair no presente e no futuro”. Adiante, adverte sobre as duas maneiras de se avaliar uma empresa.

(...) há duas formas de se avaliar uma empresa em circunstâncias normais:

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

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

2.3. Alguns métodos de avaliação de empresas

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

Segundo MARTINEZ (1999: 3),

Na prática, usualmente, o avaliador utiliza-se de vários métodos e pondera seu resultado para o caso concreto, chegando a um valor que represente a melhor estimativa possível do valor econômico da empresa.

Já DAMODARAN (1997: 302) menciona a inexistência de um modelo considerado melhor, e afirma que o modelo adequado para uso em um cenário específico dependerá de uma variedade de características do ativo ou da empresa que está sendo avaliada. E conclui:

A infeliz verdade é que o inverso é freqüentemente verdadeiro. Tempo e recursos são gastos tentando fazer com que os ativos se encaixem em um modelo

de avaliação pré-especificado, ou porque ele é considerado o melhor modelo, ou porque não se pondera o suficiente sobre a escolha do modelo.

Neste artigo discute-se com maior profundidade o método de avaliação pelo desconto dos fluxos de caixa operacionais, método este consagrado pela literatura como tecnicamente mais adequado, dadas as informações disponíveis.

Ressalte-se que os métodos apresentados não são substitutos uns dos outros, mas complementares entre si, pois cada um deles atende a determinados objetivos e análises, devendo o analista, sempre que possível, utilizá-los em conjunto e não isoladamente, como demonstra MARTINS (2001) ao afirmar que todos os métodos buscam evidenciar o mesmo objetivo (o patrimônio) por meio das mesmas mutações (os resultados), sendo a integração dos métodos absolutamente viável em teoria e na prática.

2.3.1. Avaliação patrimonial contábil

Método baseado nas demonstrações financeiras da empresa, ou seja, em seus números contábeis, por meio do qual apura-se que o valor da empresa é o valor de seu próprio patrimônio líquido. É também chamado de valor patrimonial da empresa ou *Book Value*.

Entre os fatores que dificultam a utilização deste método como indicador efetivo de valor econômico de uma empresa, podem-se destacar:

- As demonstrações contábeis estão, normalmente, baseadas em custos históricos, não atribuindo aos ativos seus valores correntes;
- A contabilização de acordo com o princípio de competência, associada com os conceitos da realização de receitas e da confrontação de despesas, torna a contabilidade desbalanceada com relação a alguns direcionadores de valor, como o conceito do valor do dinheiro no tempo e do risco associado;
- Existem várias operações não registradas nas demonstrações contábeis tradicionais que, entretanto, são muito relevantes para a apuração do valor econômico de uma empresa, como operações de arrendamento mercantil, derivativos, garantias oferecidas, entre outras, além, é claro, de grande parte dos chamados

ativos intangíveis, em especial o *Goodwill*, que será destacado adiante.

Apesar dos esforços e do avanço das técnicas contábeis, a contabilidade, conforme seus princípios fundamentais, registra suas transações por valores de entrada e não de saída; porém, segundo MARTINS (2001: 269),

O modelo de avaliação patrimonial contábil pode ser utilizado por empresas cujos ativos mensurados pelos princípios contábeis não divergem muito de seus valores de mercado e que não possuem um *Goodwill* significativo.

Assim, apesar dessas limitações descritas, a situação contábil de uma empresa e, em consequência, seu valor patrimonial são informações úteis para a análise econômica e financeira da empresa.

2.3.2. Avaliação patrimonial de mercado

Este método consiste na valoração de todos os ativos e passivos da empresa a valores de possível realização no mercado, dado o tempo disponível para tal realização, utilizando valores de entrada e de saída. Segundo MARTINS (2001: 269), “Os valores de entrada ou saída são aplicados de acordo com a natureza e a intenção de uso de cada item”. São exemplos:

Item Patrimonial	Critério de Avaliação
Estoques de matéria-prima	Custo de reposição
Contas a receber	Valor presente do recebimento futuro
Passivo exigível	Ajustado a seu valor de mercado (condições do crédito e taxas de juros acordadas)

Fonte: MARTINS (2001: 269)

Assim sendo, por este método o valor da empresa seria dado pela seguinte equação:

$$\text{Valor da Empresa} = \text{Valor dos Ativos Ajustados} - \text{Valor dos Passivos Ajustados}$$

2.3.3. Avaliação com base no valor das ações em bolsas de valores

Trata-se de um método simples, porém válido apenas para sociedades anônimas de capital aberto e cujas ações não apenas sejam negociadas em bolsa de valores, mas também tenham expressiva liquidez

de mercado, que garanta ao seu preço um valor sujeito a poucas oscilações especulativas.

Por esse método, o valor da empresa é calculado pela seguinte equação:

$$\text{Valor da Empresa} = (\text{Cotação das Ações Ordinárias} \times \text{Qtde. Ações Ordinárias Emitidas}) + (\text{Cotação das Ações Preferenciais} \times \text{Qtde. Ações Preferenciais Emitidas})$$

Este método tem como premissa básica a Teoria de Eficiência do Mercado, e apura o chamado Valor de Mercado da Empresa.

2.3.4. Avaliação com base em empresas similares

Este método está fundamentado na teoria econômica que afirma que ativos semelhantes deveriam ter valores semelhantes. Com isso, pode-se avaliar uma empresa considerando-se outra empresa idêntica, ou pelo menos comparável, que tenha sido negociada entre um comprador e um vendedor razoavelmente bem informados.

Trata-se de um método de avaliação comparativo entre empresas similares àquela que está sendo avaliada. Essa comparação pode ser realizada mediante transações similares, como mencionado, ou indicadores financeiros, como o índice P/L (preço/lucro por ação), desta forma:

$$P(\text{preço da ação}) / L(\text{lucro por ação}) = K(\text{fator}), \text{ portanto, } P = K \times L$$

É importante considerar que, muito embora o índice P/L seja um indicador aceito pelo mercado, algumas inconsistências técnicas persistem, como:

- Ele se baseia no lucro contábil, com todas as suas limitações;
- Ele ignora o valor do dinheiro no tempo e seus riscos.

2.3.5. Avaliação baseada em Múltiplos

Dada a sua aparente simplicidade de cálculos, a avaliação baseada em múltiplos é um método muito difundido em avaliação de pequenas empresas.

Segundo FAMÁ e SANTIAGO FILHO (2001:3),

Quando se utiliza o mecanismo de múltiplos, desconhece-se sobre o que determina o preço das ações. Isto significa que não há teoria para guiar sobre qual a melhor escala para determinação do valor da empresa, implicando a utilização de diversos múltiplos para avaliação da empresa. Muitas vezes, um múltiplo que é o melhor para uma indústria, não é tão útil para outra, não existindo, portanto, como comparar empresas de duas diferentes indústrias através de múltiplos.

Existem diversos possíveis múltiplos que podem ser adotados para a avaliação de empresas. Este artigo concentra sua apresentação nos mais usuais:

I – Múltiplos de Fluxo de Caixa Operacional:

Por este método o *Free Operating Cash Flow* é calculado com base no EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), ou seja, nos ganhos operacionais antes dos juros, impostos, depreciação e amortização. O valor da empresa é determinado pela multiplicação do EBITDA por uma variável apurada em transações semelhantes no mesmo setor de atuação da empresa avaliada.

O EBITDA é considerado o melhor indicador de geração de caixa operacional da empresa, pois desconsidera despesas operacionais que não afetam o caixa, como a depreciação e a amortização, torna sem efeito os impactos da forma de financiamento da empresa, pois exclui as despesas financeiras, e exclui os efeitos da tributação nos resultados auferidos.

II – Múltiplos de Faturamento:

Neste método o lucro contábil e a geração de caixa são substituídos pelo faturamento da empresa, tornando irrelevantes as demais informações sobre os outros itens do resultado do exercício. Segundo MARTINS (2001: 271), “essa opção pode surtir efeitos satisfatórios naqueles empreendimentos que não possuem um sistema contábil ou que nele não podemos confiar”.

III – Outros Múltiplos:

Alguns autores mencionam a possibilidade de se utilizarem neste método outros multiplicadores, como Lucros ou *Payback*; no entanto, dadas as limitações qualitativas dessas variáveis, esses procedimentos são pouco usuais.

2.3.6. Avaliação com base no *Economic Value Added* (EVA)

Este método se baseia no conceito de *Economic Value Added*, desenvolvido pela empresa Stern Stewart & CO. Segundo ele, é possível obter o valor de uma empresa com base no seu lucro econômico, apurado pela seguinte fórmula:

$$\text{Valor da Empresa} = \text{Valor Presente dos EVA Futuros} + \text{Capital Empregado}$$

Ou seja, calculam-se e projetam-se os EVAs futuros trazendo-os a valor presente, e a este valor adiciona-se o capital empregado.

2.4. Método de avaliação com base no fluxo de caixa descontado

Este método, considerado o que atende com maior rigor aos enunciados da teoria de finanças, pois revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de uma empresa, vem sendo amplamente adotado pelos mercados financeiros e de capitais e pelas empresas em processo de fusão e aquisição.

A fundamentação conceitual deste método baseia-se na teoria de que o valor de um negócio é função dos benefícios futuros que ele irá produzir, ou seja, sua capacidade de geração de riqueza futura, mantido o grau de risco de seus ativos operacionais.

A essência deste método consiste em projetar futuros fluxos de caixa operacionais e trazê-los a valor presente, por uma taxa de desconto apropriada que mensure o risco inerente a esses fluxos e o custo de oportunidade dos capitais.

Naturalmente, por trabalhar com expectativas futuras, observa-se que a grande dificuldade deste método está em prever com exatidão e antecedência o comportamento futuro dessas relevantes variáveis. São variáveis-chave neste método de avaliação: o fluxo de caixa operacional, o horizonte de projeção desse fluxo, o valor residual da empresa ou valor da perpetuidade e a taxa de desconto desses fluxos de caixa.

2.4.1. Fluxo de Caixa Livre Operacional (*Free Operating Cash Flow*)

Encontramos no fluxo de caixa operacional da empresa o melhor indicador da capacidade de

geração de riqueza, com clara evidência da eficiência de determinado negócio, pois o fluxo de caixa supera as dificuldades inerentes ao lucro contábil, retratando fielmente o potencial da empresa, inclusive seu *Goodwill*.

Para fins de avaliação, recomenda-se o cálculo do Fluxo de Caixa Livre Operacional (FCL), pois, segundo DAMODARAN (1997), o FCL é o fluxo de caixa gerado pelas operações da empresa, após os impostos, disponível para os credores e os acionistas. Deve-se calcular o FCL antes dos pagamentos das dívidas (principal e juros) e após as variações nos investimentos em ativos permanentes e capital de giro.

Exemplo de demonstração de cálculos do fluxo de caixa livre:

Receitas Operacionais Líquidas (-) Custo do produto vendido (-) Outras despesas operacionais = EBIT (ou lucro operacional) (+) Despesas operacionais que não afetam o caixa (Ex. depreciação) = EBITDA (-) Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o lucro = Geração de caixa operacional (+/-) Variação nos investimentos permanentes e no Capital Circulante Líquido = Fluxo de Caixa Livre (FCL)

Para reforçar a importância da geração de fluxo de caixa na empresa, pode-se finalizar com a afirmação de COPELAND, KOLLER e MURRIN (2000: 85):

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

2.4.2. Horizonte de projeção e valor da perpetuidade

Espera-se que uma empresa, diferentemente de seus projetos, tenha vida infinita e, portanto, continue a operar por períodos mais longos do que

os projetados nos fluxos de caixa. Dessa forma, a avaliação deve abranger dois períodos distintos.

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

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

A experiência tem demonstrado que a maioria das avaliações técnicas trabalha com períodos de projeção entre 5 e 10 anos.

Considera-se como valor residual da empresa ou valor da perpetuidade os fluxos de caixa não cobertos pelo período de projeção. Alguns autores estimam o valor da perpetuidade a partir do fluxo de caixa livre do último período de projeção, outros pressupõem que na perpetuidade o $ROI = CMPC$ e, dessa forma, calculam o FCL a partir do Lucro Operacional estimado para que essa igualdade se mantenha após o período de projeção. O período pós-horizonte de projeção para o infinito pode ser dotado ou não de crescimento, a critério do avaliador e da empresa avaliada.

Para MARTINEZ (1999: 9), “Em determinadas empresas, grande parte do valor da empresa pode ser explicada pelo valor presente da perpetuidade. Dependendo da espécie do negócio esse componente poderá ser maior ou menor”.

Empresas que maximizem seus lucros de curto prazo estarão penalizando seus fluxos de caixa de longo prazo, reduzindo seu valor residual. Assim, pode-se afirmar que o valor residual da empresa depende significativamente de sua estratégia de atuação e investimento.

2.4.3. Taxa de desconto, conceito e cálculo de custo de capital

A taxa a ser utilizada para descontar os fluxos de caixa a valor presente deve ser aquela que melhor reflita o custo de oportunidade e os riscos desses fluxos.

A taxa escolhida é geralmente o custo médio ponderado de capital (CMPC), que além de incorporar os riscos associados ao negócio, reflete com propriedade os custos de oportunidade dos provedores do capital que financiam as atividades operacionais da empresa (capital próprio: acionistas; capital de terceiros: credores externos), bem como os benefícios fiscais decorrentes das decisões estratégicas de estrutura de capital.

Pode-se definir o custo de capital como o preço que uma empresa paga pelos fundos obtidos de suas fontes de capital, e ele serve de referência para o processo de tomada de decisões de investimento, uma vez que, aplicando recursos com retorno superior ao custo de capital, a empresa maximiza seu valor e a riqueza dos acionistas.

Uma crítica consistente a este método refere-se ao fato de que se trabalha ao longo de toda a avaliação com a mesma taxa de desconto para os diversos anos, pressupondo-se que a estrutura e os custos de capital (próprio e de terceiros) não se alteram ao longo do período em análise. Para um maior rigor técnico, dever-se-iam estimar os novos CMPC para cada exercício em que for projetado o fluxo de caixa. Como isso é difícil na prática, a solução preconizada e bastante adotada é a definição de uma estrutura de capital objetivo, ou seja, uma estrutura considerada ideal e que se pretenda adotar como meta na empresa avaliada.

2.4.4. Valor Econômico da Empresa

É fundamental a diferenciação, neste momento, entre o Valor Econômico da Empresa e o Valor da Empresa para seu Acionista. Conforme COPELAND, KOLLER e MURRIN (2000), pode-se definir:

Valor Econômico da Empresa = Valor Presente dos Fluxos de Caixa + Valor Residual ou Valor da Perpetuidade + Valor de Mercado dos Ativos não Operacionais
--

Valor da Empresa para o Acionista = Valor Econômico da Empresa – Valor de Mercado dos Passivos de Longo Prazo (Capital de Terceiros Oneroso)
--

Essa diferenciação é de vital importância, pois, como foi dito, o valor de uma empresa, apurado por este método, é determinado pelo fluxo de caixa

futuro de suas operações; isso significa que esse fluxo não pertence apenas aos acionistas da empresa, mas também aos demais credores que co-financiam os ativos operacionais que gerarão tais fluxos.

Caso a empresa em análise possua ativos não empregados nas atividades operacionais, estes devem ter seu valor de mercado somado ao valor econômico da empresa, pois esses ativos não contribuem para o fluxo de caixa operacional, assim como deve ser deduzido o valor dos passivos não operacionais.

3. AVALIAÇÃO JUDICIAL DE SOCIEDADES

3.1. Jurisprudência e a apuração de haveres

Chama-se avaliação judicial de sociedades o processo determinado por magistrado, efetuado por perito contábil, visando a determinar, para fins judiciais, o valor das quotas ou ações de uma sociedade em funcionamento ou em marcha.

Os objetivos desta parte do artigo não são de natureza jurídica: analisa-se a metodologia de avaliação judicial de empresas, em conformidade com a jurisprudência consolidada em demandas jurídicas, decorrentes de dissidências societárias, demandas essas que buscam a dissolução parcial ou cisão de sociedades limitadas ou sociedades anônimas de capital fechado onde o magistrado considere não haver a presença do *affectio societatis**.

Segundo ORNÉLAS (2000: 1),

A tendência predominante dos Tribunais é de decidir pela continuidade da sociedade, declarando-a dissolvida parcialmente e determinando a apuração de haveres em favor do sócio retirante ou dos herdeiros de sócio falecido, da forma mais ampla possível.

Segundo o Egrégio Tribunal Federal (STF), na súmula 265, “Na apuração de haveres, não

* Segundo COMPARATO (1977), *Affectio Societatis* designa um tipo particular de consentimento contratual, ou seja, uma intenção comum permanente entre sócios, um estado de ânimo continuativo de desejo de permanecerem em uma sociedade, cuja cessação poderia acarretar a extinção do contrato.

prevalece o balanço não aprovado pelo sócio falecido ou que se retirou”.

A apuração de haveres citada, conforme a jurisprudência, é efetuada mediante levantamento do Balanço de Determinação na data do evento, o qual deve estar suportado por inventário físico e contábil que considere a totalidade dos ativos (tangíveis e intangíveis) e dos passivos. Ocorrências patrimoniais posteriores à data do evento não afetam a apuração de haveres.

3.2. Avaliação judicial de sociedades em continuidade

Conforme mencionado, a avaliação judicial de sociedades é efetuada com base no Balanço de Determinação, e sobre o valor apurado neste calcula-se, a valores de mercado, o montante do patrimônio líquido que cabe ao sócio dissidente, em função de sua respectiva participação no capital social da sociedade.

Os procedimentos básicos para a elaboração do Balanço de Determinação, do cálculo do *Goodwill* e, por fim, para apuração do Valor da Empresa para fins judiciais estão detalhados a seguir.

3.2.1. Balanço de Determinação

Pode-se definir Balanço de Determinação como um balanço patrimonial especial, elaborado para fins judiciais por perito contábil a partir do balanço patrimonial oficial da empresa, que não afeta a contabilidade da mesma e é utilizado para determinar o montante dos haveres que cabe ao sócio dissidente, excluído ou falecido.

Conforme ORNÉLAS (2000: 3),

Demonstrações contábeis usuais da sociedade em processo de avaliação judicial, em continuidade, refletem valores de entrada por força dos Princípios Fundamentais de Contabilidade e Normas Brasileiras de Contabilidade, o que exige que sejam reelaboradas à luz das determinações judiciais.

Os procedimentos avaliatórios básicos para a elaboração do Balanço de Determinação estão fundamentados na NBC-T-4 e respeitam os pronunciamentos dos Tribunais superiores.

Ainda conforme a norma supracitada, dois princípios avaliatórios de ativos e passivos devem nortear os trabalhos da perícia e a elaboração do Balanço de Determinação:

- Valor de Mercado, considerado o preço do ativo à vista praticado, deduzido das despesas de realização e da margem de lucro. As avaliações feitas pelo valor de mercado devem ter como base transação mais recente, cotação em bolsa e outras evidências disponíveis e confiáveis. (Item 4.1.6 da NBC-T-4).
- Valor Presente, aquele que expressa o montante ajustado em forma do tempo a transcorrer entre as datas da operação e do vencimento, de crédito ou obrigação de financiamento ou de outra transação usual da entidade, mediante dedução dos encargos financeiros respectivos, com base na taxa contratada ou na taxa média de encargos financeiros praticada pelo mercado. (Item 4.1.7 da NBC-T-4).

3.2.2. Metodologia de cálculo do Balanço de Determinação

São critérios para a elaboração do Balanço de Determinação:

Avaliação dos itens monetários:

- Disponibilidades

- a) Saldos em caixa e contas-correntes: correspondem ao seu próprio valor;
- b) Moeda estrangeira: convertida pela taxa de câmbio (venda) correspondente, na data-base;
- c) Aplicações financeiras: somatória do valor originalmente aplicado e dos rendimentos líquidos proporcionais até a data-base;
- d) Outros ativos financeiros: valor de mercado na data-base, deduzido das despesas de realização.

- **Créditos:** Direitos e títulos de crédito serão avaliados a valor presente na data-base, considerando-se os ajustes de atualização monetária, variação cambial e contratuais, excluindo-se os créditos já vencidos.

- **Obrigações:** São calculadas a valor presente na data-base, acrescidas dos encargos de inadimplência, se devidos.

- **Provisões:** São examinadas as existentes e realizados os ajustes técnicos necessários para que os valores estejam refletidos com propriedade na data-base.

Avaliação dos itens não-monetários:

- **Estoques:** São sempre avaliados a valor de mercado, ou seja, pelo preço à vista ou seu equivalente na data-base, deduzido das despesas de realização, não sendo considerados os estoques obsoletos ou inventáveis.

- **Investimentos Permanentes:** Participações em empresas controladas ou coligadas são avaliadas pelo valor de mercado do patrimônio líquido na data-base, apurado também conforme o Balanço de Determinação e transferido via equivalência patrimonial.

- **Imobilizado:** É também avaliado a preço de mercado, deduzido das despesas de realização. Muitas vezes a avaliação de alguns itens que compõem o ativo imobilizado requer a realização de outras perícias técnicas e de engenharia.

- **Ativo Diferido:** É avaliado com base no custo de aplicação ou investimento, deduzido das respectivas amortizações até a data-base.

- **Contingências:** Todas as contingências ativas e passivas conhecidas, originárias de todos os campos jurídicos, devem ser consideradas, avaliadas por advogados e consignadas no Balanço de Determinação por meio de ajustes no patrimônio líquido.

Como resultado dos cálculos descritos acima, apura-se o valor do patrimônio líquido a valores de mercado, que quantifica o valor de capital necessário para reconstituir a empresa no estado em que ela se encontra. Equivale, em outras palavras, ao valor individual de mercado de seus ativos, deduzido de todas as obrigações passivas, também mensuradas a valor presente e de mercado.

3.2.3. Conceito de *Goodwill* e Valor da Empresa

Em continuidade ao processo avaliatório, ORNÉLAS (2001: 141) afirma:

Considerando que o patrimônio líquido consignado no Balanço de Determinação já reflete o valor econômico de cada um dos elementos patrimoniais da sociedade avaliada na data-base do evento, sancionado pelo mercado, para finalizar o processo avaliatório é necessário mensurar se o todo patrimonial é superior à somatória dos valores individuais daqueles elementos; em outras palavras, resta constatar a existência ou não do chamado efeito sinérgico, originário da combinação dos elementos patrimoniais entre si.

Ainda segundo ORNÉLAS (2001), tal efeito sinérgico é a capacidade que uma empresa possui de

gerar lucros acima do que pode ser considerado normal.

MARTINS (1972) escreve que, se uma empresa gera lucros tidos como normais e razoáveis para seu setor de atividade, poucos investidores estariam dispostos a pagar por ela mais do que gastariam para montá-la, admitindo-se evidentemente que o tempo de montagem seja considerado curto. O investidor é atraído a desembolsar um valor maior do que o patrimônio líquido a preços de mercado ou o que gastaria para a montagem de uma empresa somente se o empreendimento fosse capaz de produzir lucros classificados acima de um padrão mínimo admitido como normal.

Se a expectativa de retorno se situar abaixo desse padrão julgado razoável, o valor da empresa poderá inclusive não atingir o patrimônio líquido a preços de mercado. Assim, uma empresa somente tem seu valor fixado acima do valor de mercado de seu patrimônio líquido se possuir um *Goodwill*, uma mais-valia, ou seja, alguma vantagem competitiva que permita produzir um retorno acima dos resultados operacionais mínimos do seu setor de atuação.

Conforme a teoria de finanças, pode-se considerar como *Goodwill* o conjunto de características, qualidades e diferenciais de uma empresa expressos por sua capacidade futura de produzir riquezas. São exemplos de características que compõem o *Goodwill*: marcas registradas, *market share*, conhecimento organizacional, qualidade dos processos internos, *know-how* técnico do corpo funcional, credibilidade de mercado, etc.

Popularmente, chama-se de *Goodwill* a diferença entre o valor pago ou valor de realização de uma transação empresarial (*traded value*) e o valor patrimonial (registrado no balanço) da empresa adquirida. Dessa forma, por ser contabilizado pela empresa compradora como ágio, pode-se chegar à errônea conclusão de que *Goodwill* é o mesmo que ágio. Em verdade, o raciocínio é inverso, pois o *Goodwill* é a causa do ágio, e não o próprio ágio.

Tecnicamente, a bibliografia considera *Goodwill* a diferença entre o Valor Econômico da Empresa e seu Valor Patrimonial a valores de mercado.

São características do *Goodwill*:

- Não estar refletido no balanço patrimonial, não sendo depreciável ou amortizável;
- Pertencer à empresa como um todo, não existindo separadamente.

Para fins judiciais, o cálculo do *Goodwill* não adquirido se processa por perícia contábil, que comprove a capacidade da empresa que está sendo avaliada em gerar lucros operacionais líquidos que possam ser considerados acima do normal.

O primeiro passo para o cálculo do *Goodwill*, segundo ORNÉLAS (2000), consiste na mensuração do lucro operacional líquido normal (LN), ou seja, do lucro gerado pelo ativo operacional líquido (AOL) da empresa a valores de mercado, aplicado à taxa do custo de capital próprio (CCP).

$$\text{Lucro Normal} = \text{Ativo Operacional Líquido} \times \text{Custo de Capital Próprio, ou,} \\ \text{LN} = \text{AOL} \times \text{CCP}$$

Para efeito de cálculo da fórmula acima demonstrada, ORNÉLAS (2001) assume como custo de capital próprio a taxa máxima permitida por lei que particulares podem ajustar em seus negócios, conforme a Lei da Usura em seu artigo primeiro, fixada em 12% (doze) ao ano.

O ativo operacional líquido (AOL) pode ser calculado pela somatória dos ativos circulantes operacionais (ACO) com os ativos permanentes operacionais (APO), deduzidos dos passivos operacionais (PO), conforme a fórmula:

$$\text{AOL} = \text{ACO} + \text{APO} - \text{PO}$$

A etapa seguinte consiste na apuração dos lucros operacionais líquidos gerados pela empresa que está sendo avaliada. Entende-se como lucro operacional líquido da empresa o lucro gerado por suas operações, excluídas as receitas e despesas financeiras e deduzidas as provisões tributárias incidentes sobre esse lucro, considerando-se inclusive despesas que não afetam o caixa como, por exemplo, depreciação e amortização.

Outros resultados gerados por ativos de natureza não operacional devem ser excluídos desse lucro líquido operacional, que pode ser apurado pela seguinte fórmula:

$LOL = LL + ((DF - RF) +/- RNO) - PT$, sendo:

LOL = Lucro Operacional Líquido

LL = Lucro Líquido

DF = Despesas Financeiras / RF = Receitas Financeiras

RNO = Resultados Não Operacionais

PT = Provisões Tributárias sobre o Lucro Operacional

$Goodwill (G) = LAN / CCP$

Portanto, o valor da sociedade avaliada será a soma do valor do patrimônio líquido a valores de mercado, apurado segundo os critérios descritos, com o *Goodwill*.

Valor da Sociedade = PL (valor mercado) + *Goodwill (G)*

Como o perito deve trabalhar com dados que busquem aproximar a avaliação à realidade na data do evento, todos os dados históricos devem estar corrigidos monetariamente.

Para evitar eventuais sazonalidades operacionais ou comerciais, quedas ou crescimentos acentuados que poderão não se repetir no futuro, ORNÉLAS (2001) recomenda a utilização de resultados auferidos em vários exercícios sociais subseqüentes e a apuração, por média simples, do Lucro Operacional Líquido médio histórico ajustado.

Caso o Lucro Operacional Líquido médio histórico ajustado (LOL mha) seja superior ao Lucro Normal (LN), pode-se dizer que essa empresa possui um sobrevalor, ou um *Goodwill* não adquirido, pois é capaz de gerar lucros considerados acima do normal, conforme a seguinte equação:

Lucro Acima do Normal (LAN) = Lucro Operacional Líquido (LOL) médio histórico ajustado – Lucro Normal (LN), ou,

$LAN = LOL\ mha - LN$

Para mensurar o valor desse *Goodwill*, deve-se apurar a diferença entre o Lucro Operacional Líquido médio histórico ajustado e o Lucro Normal, conforme acima demonstrado e, segundo ORNÉLAS (2001), tratá-la como uma perpetuidade financeira que, dividida pela taxa de custo do capital próprio, caso o resultado seja positivo, corresponderá ao *Goodwill* não adquirido.

Dessa forma, o valor do *Goodwill*, segundo ORNÉLAS (2001), será igual ao Lucro Acima do Normal (LAN) dividido pelo custo de capital próprio (CCP), e deverá ser consignado no Balanço de Determinação, ou seja,

4. CONSIDERAÇÕES FINAIS

4.1. Considerações gerais

Várias considerações finais podem ser tecidas como conclusão deste artigo, que, longe de esgotar o assunto, propõe-se dar continuidade a um debate de grande interesse teórico e prático.

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

Todavia, observa-se que avaliar empresas é uma arte que utiliza ferramentas científicas. Assim, embora trabalhe com métodos quantitativos, as avaliações incorporam premissas subjetivas e hipóteses que variam conforme os interesses e os objetivos dos possíveis compradores e analistas, não estando exclusivamente fundamentadas nas técnicas das ciências exatas.

Portanto, diferentes avaliadores, analistas ou interessados no negócio, utilizando-se das mesmas metodologias, podem chegar a diferentes valores de avaliação para uma mesma empresa, pois partem de premissas, objetivos e perspectivas diferentes.

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

O método de avaliação de empresas pelo fluxo de caixa descontado vem sendo considerado pelo mercado como o método tecnicamente mais adequado, pois incorpora, segundo ASSAF NETO (1997), 3 princípios elementares e fundamentais em finanças para uma decisão criteriosa de investimentos:

- A avaliação do investimento é efetuada com base nos fluxos de caixa de natureza operacional;
- O método incorpora o risco na avaliação econômica de investimento, respeitadas as preferências do investidor em relação ao *trade-off* risco/retorno;
- Identifica ainda o valor presente do ativo com base na taxa de desconto apropriada a remunerar os proprietários de capital.

A jurisprudência emanada dos Tribunais brasileiros vem determinando a apuração de haveres em processos judiciais pelo levantamento do Balanço de Determinação, método este que é uma aproximação do método de avaliação patrimonial de mercado, somado a um sobrevalor calculado em função dos lucros operacionais líquidos de exercícios anteriores considerados acima de lucros normais.

4.2. Considerações comparativas

Enquanto os métodos de avaliação de empresas tradicionais visam à apuração de valores referenciais para processos de negociação entre partes interessadas, o Balanço de Determinação tem a difícil tarefa de definir um valor efetivo para uma empresa, parte integrante e geralmente foco central de uma demanda judicial, onde existem claros conflitos de interesses entre as partes litigantes.

O assunto abordado neste artigo, além de complexo, é deveras controverso, pois processos de avaliação de empresas trabalham com expectativas e valores subjetivos, enquanto decisões judiciais devem estar fundamentadas em fatos, eventos e ocorrências objetivas.

Em decorrência disso, muito embora a legislação oriente para que seja apurado o valor da empresa da forma mais ampla possível, incluindo ativos tangíveis e intangíveis, o Balanço de Determinação não apresenta sintonia com as teorias de finanças, pois, para a apuração de valor, considera lucros

passados e não a capacidade de geração de riqueza futura da empresa, além de efetuar seus cálculos com base em lucros operacionais e não em geração de fluxos de caixa de longo prazo.

Além de lucros passados não representarem efetivamente uma garantia de lucros futuros, outros fatores como a obsolescência de ativos e o prazo de maturação de investimentos realizados, por exemplo, podem distorcer ainda mais o resultado final dos trabalhos de avaliação pelo Balanço de Determinação.

MARTINS (2001) demonstrou claramente que o valor de uma empresa depende, primordialmente, dos benefícios líquidos que se poderão extrair dela no presente e no futuro, mas também, conforme a jurisprudência predominante, que ocorrências posteriores à data do evento não afetam a apuração de haveres e, portanto, o valor da empresa apurado por meio do Balanço de Determinação.

Deve-se realçar que, em virtude dos ritos processuais, quando da época de realização do trabalho pericial de apuração de haveres o futuro em relação à data de apuração do Balanço de Determinação já será passado e os resultados auferidos poderiam ser conhecidos e calculados com precisão. Porém, segundo ORNÉLAS (2001: 142), “Considerando que os sucessos ou insucessos da sociedade avaliada após a data do evento não alcançam as quotas do sócio retirante ou pré-morto, só resta considerar os lucros operacionais líquidos históricos ajustados do período imediatamente anterior ao evento; portanto, descartada a alternativa de lucros futuros projetados”.

Os cálculos dos lucros normais e do *Goodwill*, de acordo com a metodologia apresentada para apuração do Balanço de Determinação, são limitados pela legislação brasileira, através da Lei da Usura, que não permite que seja utilizada para cálculos uma taxa que, de fato, reflita os riscos e custos de oportunidade das fontes dos recursos que estejam financiando o ativo operacional líquido, ou seja, o Custo Médio Ponderado de Capital da empresa, o que gera uma discrepância em relação ao risco empresarial.

Finalmente, pode ser considerado um avanço da legislação brasileira e de sua jurisprudência em avaliação de empresas o reconhecimento do *Goodwill*, ou sobrevalor de uma sociedade. Dessa

forma, deve-se reconhecer a importância da metodologia de apuração de haveres pelo Balanço de Determinação apresentada neste artigo, pois esta supera algumas limitações básicas da contabilidade societária e busca, dentro das limitações que a legislação ainda impõe, um valor justo de mercado para a sociedade.

5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

ASSAF NETO, A. *Avaliação de empresas*. São Paulo: Mimeo, 1997.

BOULTON, R. S.; LIBERT, B. D.; SAMEK, S. M. *Decifrando o Código de Valor*. São Paulo: Editora Campus, 2001.

COMPARATO, F. K. *O poder de controle nas Sociedades Anônimas*. 2. ed. São Paulo: RT, 1977.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. *Avaliação de empresas: valuation*. São Paulo: Makron Books, 2000.

DAMODARAN, A. *Avaliação de investimentos*. São Paulo: Qualitymark Editora, 1997.

FALCINI, P. *Avaliação econômica de empresas: técnica e prática*. São Paulo: Editora Atlas, 1995.

FAMÁ, R.; SANTIAGO FILHO, J. L. Avaliação de empresas através de múltiplos: uma comparação entre as empresas do Brasil e dos EUA. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 5º, *Anais*. São Paulo: FEA/USP, 2001.

MARTINEZ, A. L. Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação dos negócios. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 23º, *Anais*. Foz do Iguaçu: ANPAD, 1999.

MARTINS, E. *Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica*. São Paulo: Editora Atlas, 2001.

_____. *Contribuição avaliação do ativo intangível*. Tese (Doutoramento) – Departamento de Contabilidade da FEA. São Paulo: Universidade de São Paulo, 1972.

ORNELAS, M. M. G. de. *Avaliação de sociedades*. São Paulo: Editora Atlas, 2001.

_____. Balanço de determinação. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE, 16º, *Anais*. Goiânia: Conselho Federal de Contabilidade, 2000.

PAIVA, W. P. de. Métodos de avaliação de pequenas e médias empresas. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 5º, *Anais*. São Paulo: FEA/USP, 2001.

6. OBRAS CONSULTADAS

ASSAF NETO, A. *Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico financeiro*. São Paulo: Editora Atlas, 2000.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. *Diário Oficial da República Federativa do Brasil*, Brasília: 15 dez. 1976.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça: banco de dados. Disponível em: <<http://www.stj.gov.br>>. Acesso em: 2001.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. *Princípios de finanças empresariais*. São Paulo: Makron Books, 1994.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE: banco de dados. Disponível em: <<http://www.cfc.org.br>>. Acesso em: 2001.

DAMODARAN, A. DAMODARAN, A. *Damodaran on valuation*. New York: John Wiley, 1994.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Editora Atlas, 1999.

RAPPAPORT, A. *Creating shareholder value*. New York, The Free Press, 1996.

STEWART, G. B. *The quest of value*. New York: Harper Business, 1991.