

Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação¹

Methods of evaluation of companies and the rocking of determination

Marcelo Monteiro Perez²

Rubens Fama³

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 através do fluxo de caixa descontado, prática esta muito difundida no ambiente empresarial. Em seguida, é apresentado e analisado criticamente face às 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:

This article presents a study of the main methods of valuing companies, as set forth in the literature, with a special emphasis on discounted cash flow analysis, a widespread practice in the corporate world. The approach known as Special Balance Sheet Analysis is then presented and critically analyzed according to financial theories. In accordance with jurisprudence, this has been adopted by Brazilian magistrates as a method of analyzing and valuing companies and their assets in split-ups and partial dissolution of private limited companies and closed joint-stock companies.

Keywords: Valuation, cash flow, special balance sheet analysis.

¹ Recebido em fevereiro 2004, aprovado em março de 2004.

² Mestrando em Ciências Contábeis e Financeiras Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC/SP), e-mail: marcelo.perez@uol.com.br

³ Doutor em Administração de Empresas, Professor Titular do Programa de Pós-Graduação da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC/SP), e-mail: fama@usp.br

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 por 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 mediante 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. Todavia, existem métodos de avaliação mais consistentes que, de acordo com as premissas da avaliação, podem se revelar tecnicamente mais adequados dada à circunstância de avaliação e a qualidade das informações disponíveis.

É importante frisar que a qualidade de uma avaliação é diretamente proporcional à qualidade dos dados, informações e do 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 o processo de avaliação judicial de sociedades, demonstrando a jurisprudência predominante e o Balanço de Determinação, analisando-o criteriosamente face às teorias de finanças.

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 de preços das ações em bolsas de valores no Brasil e no mundo, principalmente nas 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 junto ao 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 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 junto aos 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.

Fundamentação teórica

Conceitos de valor e 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 preferência dos seres humanos e 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.

De acordo com os objetivos da avaliação e as informações disponíveis, pode-se calcular vários “valores” diferentes, numérica e conceitualmente, para as empresas, conforme os métodos de avaliação que serão apresentados a seguir. São exemplos:

- Valor Contábil ou *Book Value*
- Valor de Mercado da Empresa em Bolsa de Valores
- Valor Econômico, entre outros.

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. DAMONDARAN (1997) complementa demonstrando que quaisquer percepções que o analista trazer para o 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 através do Balanço de Determinação. Esse processo não visa a fixação de um “preço” para a sociedade, mas sim, a busca de um valor justo, que reflita com propriedade as características e os diferenciais da empresa avaliada.

Considerações sobre avaliação de empresas

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

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

Em processos de fusões e aquisições, procedimentos de *Due Diligence* são efetuados como forma de obtenção

de informações que possam afetar o futuro da empresa e consequentemente seu fluxo de caixa e seu valor econômico.

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

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

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.”*, e adiante adverte sobre as duas maneiras de 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.”

Alguns métodos de avaliação de empresas

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

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 DAMONDARAN (1997,302) menciona que não existe um modelo considerado melhor, e 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 através do 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), através das mesmas mutações (os resultados), sendo a integração dos métodos absolutamente viável em teoria e na prática.

Avaliação patrimonial contábil

Método baseado nas demonstrações financeiras da empresa, ou seja, em seus números contábeis e, através dele, 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, pode-se destacar:

- As demonstrações contábeis, normalmente, estão 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 que não são registradas nas demonstrações contábeis tradicionais, que entretanto, são muito relevantes para 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 os princípios fundamentais de contabilidade, registra suas transações por valores de entrada, e não valores 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 de suas limitações descritas, a situação contábil de uma empresa e em conseqüência, seu valor patrimonial, é uma informação útil, como ponto de partida para a análise econômica e financeira da empresa.

Avaliação patrimonial de mercado

Método que 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-se de 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:

<u>ITEM PATRIMONIAL</u>	<u>CRITÉRIO DE AVALIAÇÃO</u>
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:

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

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 tendo suas ações não apenas negociadas em bolsa de valores, mas

também com expressiva liquidez de mercado, que garanta ao preço destas ações um valor sujeito a poucas oscilações especulativas.

Através deste 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.

Avaliação com Base em Empresas Similares

Este método está fundamentado na teoria econômica que diz que ativos semelhantes deveriam ter valores semelhantes. Com isso, pode-se avaliar uma empresa achando 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. Esta comparação pode ser realizada através de transações similares, como mencionado, ou indicadores financeiros, como o índice P/L (preço / lucro por ação), desta forma:

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

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

Avaliação através de múltiplos

Dada sua aparente simplicidade de cálculos, a avaliação através de 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 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, os ganhos operacionais antes dos juros, impostos, depreciação e amortização. Sendo o valor da empresa 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 irrelevante as demais informações sobre os demais 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 utilizar neste método outros multiplicadores como Lucros ou *Payback*, no entanto, dadas as limitações qualitativas destas variáveis, estes procedimentos são pouco usuais.

Avaliação com base no Economic Value Added (EVA)

Este método baseia-se no conceito de Economic Value Added, desenvolvido pela empresa Stern Stewart & CO. e, segundo o mesmo, é possível obter o valor de uma empresa com base no seu lucro econômico, apurado através da seguinte fórmula:

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

Ou seja, calcula-se e projeta-se os EVA futuros, trazendo-os a valor presente, e a este valor, adiciona-se o capital empregado.

Método de avaliação com base no fluxo de caixa descontado

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

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 estes fluxos e o custo de oportunidade dos capitais.

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

Fluxo de caixa livre operacional (free operating cash flow)

Encontramos no fluxo de caixa operacional da empresa, o melhor indicador de capacidade de geração de riqueza, com clara evidência da eficiência de determinado

negócio, pois o fluxo de caixa supera as dificuldades inerentes ao lucro contábil, retratando fielmente o potencial da empresa, inclusive seu *Goodwill*.

Para fins de avaliação, recomenda-se o cálculo do Fluxo de Caixa Livre Operacional (FCL), pois, segundo DAMONDARAN (1997), o FCL é o fluxo de caixa gerado pelas operações da empresa, após os impostos, e que se encontra 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 COPELAND, KOLLER e MURRIN (2001,85), “*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.*”

Horizonte de projeção e valor da perpetuidade

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

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

Assim, o fluxo de caixa de uma empresa deve ser projetado pela quantidade de anos sobre os quais consegue-se

prever com razoável confiança o comportamento das principais variáveis operacionais relevantes. Pode-se citar como variáveis relevantes, os preços dos produtos, o volume de vendas, o custo das matérias primas, principais despesas operacionais, etc.

A experiência prática tem demonstrado que a maioria das avaliações técnicas trabalham 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 desta forma, calculam o FCL a partir do Lucro Operacional estimado para que esta 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 da estratégia de atuação e investimento da mesma.

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 destes fluxos.

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

Pode-se definir o custo de capital como o preço que uma empresa paga pelos fundos obtidos junto às suas fontes de capital, e ele serve de referência para o processo de tomada de decisões de investimento à medida 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 está no fato de se trabalhar ao longo de toda avaliação com a mesma taxa de desconto para os diversos anos, pressupondo que a estrutura e os custos de capital (próprio e de terceiros) não se alterariam ao longo do período em análise. Para um maior rigor técnico, dever-se-ia estimar os novos CMPC para cada exercício em que for projetado o fluxo de caixa. Como isto é difícil na prática, a solução preconizada e bastante adotada é a definição de uma estrutura de capital objetivo, ou seja, aquela estrutura considerada ideal e que se pretende adotar como meta no futuro na empresa avaliada.

Valor econômico da empresa

É fundamental a diferenciação neste momento, do que representa 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)
--

Esta separação 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, porém, isto não significa que este fluxo pertença 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 ativos devem ter seu valor de mercado somados ao valor econômico da empresa, assim como, devem ser deduzidos o valor dos passivos não operacionais, pois estes não contribuem para o fluxo de caixa operacional.

Avaliação judicial de sociedades

Jurisprudência e a apuração de haveres

Chama-se avaliação judicial de sociedades o processo determinado por magistrado, efetuado por perito contábil, visando 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, mas sim analisar a metodologia de avaliação judicial de sociedades, em conformidade com a jurisprudência consolidada em demandas jurídicas, em decorrência de dissidências societárias, 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), em súmula 265, “*Na apuração de haveres, não prevalece o balanço não aprovado pelo sócio falecido ou que se retirou.*”

A apuração de haveres supra citada, conforme a jurisprudência, é efetuada através de levantamento do Balanço de Determinação, na data do evento, devendo o mesmo, estar suportado por inventário físico e contábil, considerando a totalidade dos ativos (tangíveis e intangíveis) e dos passivos. Sendo que ocorrências patrimoniais posteriores à data do evento, não afetam a apuração de haveres.

Avaliação Judicial de Sociedades em Continuidade

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

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

Balanço de determinação

Pode-se definir Balanço de Determinação como sendo um balanço patrimonial especial, elaborado para fins judiciais por perito contábil, a partir de 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 elaboração do Balanço de Determinação estão fundamentados na NBC-T-4 e respeitam os pronunciamentos dos Tribunais superiores.

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

- Valor de Mercado é 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 é 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).

Metodologia de cálculo do balanço de determinação

São os critérios para 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: deverá ser 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;

* Segundo Comparato (1977), “*Affectio Societatis*” designa um tipo particular de consentimento contratual, ou seja, uma intenção comum permanente entre sócios, cuja cessação acarretaria à imediata extinção do contrato, um estado de ânimo continuativo de desejo de permanecerem em uma sociedade.

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 os ajustes de atualização monetária, variação cambial e outros 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 invendáveis.

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

Imobilizado: São também avaliados a preços de mercado, deduzidos das despesas de realização. Muitas vezes a avaliação de alguns itens que compõe o ativo imobilizado requer a realização de outras perícias técnicas e de engenharia.

Ativo Diferido: São avaliados com base no custo de aplicação ou investimento, deduzidos 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, através de ajustes no patrimônio líquido.

Como resultado dos cálculos descritos acima, apura-se o valor patrimônio líquido a valores de mercado, que, quantifica o valor de capital necessário para se reconstituir a empresa no estado em que 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.

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 avalianda 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 e 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) coloca 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 deste 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 através de sua capacidade futura de produzir riquezas. São exemplos de características que compõe 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. Sendo desta forma, contabilizado pela empresa compradora como ágio, podendo levar a errônea conclusão de que Goodwill é o mesmo que ágio. Em verdade, o raciocínio é inverso, sendo a existência de Goodwill a causa do ágio, e não um sinônimo.

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

São características do Goodwill:

- Não está refletido no balanço patrimonial, não sendo depreciável ou amortizável;
- Pertence a empresa como um todo, não existindo separadamente.

Para fins judiciais, o cálculo do Goodwill não adquirido se processa através de 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 cálculo do Goodwill, segundo a ORNÉLAS (2000), consiste na mensuração do lucro operacional líquido normal (LN), ou seja, o lucro gerado pelo ativo operacional líquido (AOL) da empresa a valores de mercado, aplicado à taxa do custo de capital próprio (CCP).

Lucro Normal = Ativo Operacional Líquido X Custo de Capital Próprio, ou,

$$LN = AOL \times CCP$$

Para efeitos de cálculo da fórmula acima demonstrada, ORNÉLAS (2001) assume como sendo o 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.

Sendo o ativo operacional líquido (AOL) a somatória dos ativos circulantes operacionais (ACO) e dos ativos permanentes operacionais (APO), deduzidos dos passivos operacionais (PO), conforme a fórmula:

$$AOL = ACO + APO - PO$$

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 pelas operações da mesma, excluídas as receitas e despesas financeiras e deduzidas as provisões tributárias incidentes sobre este lucro, considerando-se inclusive, despesas que não afetam o caixa como, por exemplo, depreciação e amortização, como despesas efetivas e redutoras deste lucro.

Outros resultados gerados por ativos de natureza não operacional devem ser excluídos deste lucro líquido operacional.

Assim, conforme a fórmula:

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

LOL = Lucro Operacional Líquido

LL = Lucro Líquido

DF = Despesas Financeiras / RF = Receitas Financeiras

RNO = Resultados Não Operacionais

PT = Provisões Tributárias sobre o Lucro Operacional

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 subsequentes, apurando-se assim, o Lucro Operacional Líquido médio histórico ajustado, através de média simples.

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

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

$$LAN = LOL \text{ mha} - LN$$

Para se mensurar o valor deste 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, resultado que caso seja positivo, corresponderá ao Goodwill não adquirido.

Desta 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,

$$\text{Goodwill (G)} = LAN / CCP$$

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

$$\text{Valor da Sociedade} = PL (\text{valor mercado}) + \text{Goodwill (G)}$$

Considerações finais

Considerações gerais

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

Todos os métodos e modelos de avaliação aqui descritos, visam sempre a 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-se de 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 as 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 na 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 através do fluxo de caixa descontado vem sendo considerado pelo mercado, como sendo o método tecnicamente mais adequado, pois incorpora, segundo ASSAF (1997), 3 princípios elementares e fundamentais em finanças para uma decisão criteriosa de investimentos, são eles:

- 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 com 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, através do levantamento do Balanço de Determinação, método este que, trata-se de 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.

Considerações comparativas

Enquanto os métodos de avaliação de empresas tradicionais visam a 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 por 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 disto, muito embora a legislação oriente que seja apurado o valor da empresa da forma mais ampla possível, incluindo ativos tangíveis e intangíveis, o Balanço de Determinação não encontra 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 através do Balanço de Determinação.

Martins (2001) demonstrou claramente que o valor de uma empresa depende, primordialmente, dos benefícios líquidos que se poderá extrair desta empresa no presente e no futuro, mas, também conforme a jurisprudência predominante, ocorrências posteriores a data do evento, não afetam a apuração de haveres e, portanto, o valor da empresa apurado através 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 avalianda 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*”.

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, não permitindo 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, gerando uma discrepância em relação ao risco empresarial.

Finalmente, pode ser considerado um avanço da legislação brasileira e sua jurisprudência em avaliação de empresas, o reconhecimento do *Goodwill*, ou sobrevalor de uma sociedade, desta forma, deve-se reconhecer a importância da metodologia de apuração de haveres através do 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, a busca de um valor justo de mercado para a sociedade.

Referências bibliográficas

- ASSAF NETO, Alexandre **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico financeiro**. São Paulo: Editora Atlas, 2000.
- _____. **Avaliação de empresas**. São Paulo: *Mimeo*, 1997.
- BOULTON, Richard S.; LIBERT, Barry D.; SAMEK, Steve M. **Decifrando o Código de Valor**. São Paulo: Editora Campus, 2001.
- 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: 1976.
- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. **Princípios de finanças empresariais**. São Paulo: Makron Books, 1994.
- COMPARATO, Fábio Konder. **O Poder de Controle nas Sociedades Anônimas**. São Paulo: RT, 2ª edição, 1977.
- CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. Banco de Dados. [On Line]., endereço eletrônico <http://www.cfc.org.br>, 2001.
- COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas: valuation**. São Paulo: Makron Books, 2000.
- DAMODARAN, Aswath. **Damodaran on valuation** New York, *John Wiley*, 1994.
- _____. **Avaliação de investimentos**. São Paulo: Qualitymark Editora, 1997.
- FALCINI, Primo. **Avaliação econômica de empresas: técnica e prática**. São Paulo: Editora Atlas, 1995.
- FAMÁ, Rubens; SANTIAGO FILHO, Jair Luiz. **Avaliação de empresas através de múltiplos: uma comparação entre as empresas do Brasil e dos EUA**. *Anais do V SemeAD*. São Paulo, 2001.
- HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Editora Atlas, 1999.
- MARTINEZ, Antônio Lopo. **Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação dos negócios**. *Anais do 23º Encontro da ANPAD*. Foz do Iguaçu, 1999.
- MARTINS, Eliseu. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Editora Atlas, 2001.
- _____. **Contribuição avaliação do ativo intangível**. S. Paulo: Tese Doutorado, 1972.
- ORNELAS, Martinho Maurício Gomes de. **Avaliação de sociedades**. São Paulo: Editora Atlas, 2001.
- _____. **Balanço de determinação**. *Anais do XVI Congresso Brasileiro de Contabilidade*. Goiânia, 2000.
- PAIVA, Wagner Peixoto de. **Métodos de avaliação de pequenas e médias empresas**. *Anais do V SemeAD*. São Paulo, 2001.
- RAPPAPORT, Alfred. **Creating shareholder value**. New York, *The Free Press*, 1996.
- SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. Banco de Dados. [On Line]. Brasília, endereço eletrônico <http://www.stj.gov.br>, 2001.
- STEWART, G.Bennet. **The quest of value**. New York: *Harper Business*, 1991.