

A SUPERIORIDADE DO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO NO PROCESSO DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Prof. Alexandre Assaf Neto

O artigo está direcionado essencialmente aos aspectos técnicos e metodológicos do método do *Fluxo de Caixa Descontado – FCD* na avaliação econômica de empresas. Diante das várias metodologias disponíveis para a avaliação de ativos, o método do FCD é amplamente reconhecido pelo mercado pelo seu maior rigor técnico e conceitual apresentando-se, em consequência, como mais indicado nas avaliações. Além de permitir explicar e simular as principais variáveis e premissas macroeconômicas, estratégicas, operacionais e financeiras que compõem a metodologia de avaliação, o método incorpora em seus cálculos as preferências do investidor em relação ao conflito risco-retorno e a taxa de remuneração apropriada a remunerar os proprietários de capital.

Valor da Empresa e o Método do Fluxo de Caixa Descontado

A definição do valor de mercado de uma empresa é uma tarefa relativamente complexa, demandando uma coerência e rigor conceitual na formulação do modelo de avaliação. Em verdade, não há como prescindir de certa subjetividade na definição deste valor, principalmente por se tratar de um trabalho baseado em resultados esperados gerados a partir das forças que atuam no mercado. O investidor adquire, por certo valor, um determinado retorno esperado de se realizar no futuro, sujeito a imprevistos e fatores não controláveis totalmente no processo de previsão.

A avaliação de uma empresa não se processa mediante os fundamentos de uma ciência exata, onde se permite a comprovação absoluta e irrefutável dos resultados apurados. Os fatores considerados na avaliação procuram retratar a realidade do ambiente econômico da empresa, calcados entretanto em certas premissas e hipóteses comportamentais. Todo modelo de avaliação desenvolve expectativas para a projeção de cenários econômicos e resultados esperados, do período de previsão, da definição da taxa de atratividade econômica que deverá remunerar os proprietários de capital, e do valor residual do empreendimento.

Por melhor quantificados que sejam, estes parâmetros previstos constituem-se em aproximações bastante razoáveis da realidade, incorporando, como é natural nesse tipo de avaliação, certa margem de arbítrio trazida pelo analista. No entanto, sem uma idéia mais coerente do valor da empresa, incorpora-se na avaliação o risco de preponderar outros fatores de ordem emocional, ideológica ou, até mesmo, de interesses especulativos. É importante que se registre que não há uma fórmula mágica de avaliação. A apuração do valor de uma empresa exige o domínio dos conceitos teóricos financeiros, de suas

técnicas e procedimentos, e dos inúmeros fatores que condicionam o valor da empresa.

Toda a teoria de *Corporate Finance e Valuation* vem evoluindo em bases conceituais coerentes e estruturadas, permitindo dar um escopo consistente à determinação do valor da empresa. Neste contexto, o modelo de avaliação que atende com maior rigor ao enunciado pela teoria de finanças é o *Fluxo de Caixa Descontado – FCD*, metodologia referenciada nas principais publicações internacionais e amplamente adotada como base de cálculo do valor de mercado da empresa. Em verdade, uma empresa é avaliada pela sua riqueza econômica expressa a valor presente, dimensionada a partir dos benefícios de caixa esperados no futuro, e descontados por uma taxa de atratividade que reflete o custo de oportunidade dos vários provedores de capital. Em resumo, uma empresa é avaliada pelos princípios fundamentais inseridos no método do fluxo de caixa descontado.

O método do FCD incorpora o pressuposto de que um investidor somente abre mão de um consumo atual em troca de um consumo maior no futuro, levando em consideração o conceito do valor do dinheiro no tempo. A taxa de atratividade definida para a avaliação econômica, é aquela que proporciona um retorno esperado às várias fontes de capital de maneira a remunerar inclusive o risco assumido.

A base de avaliação do modelo são os fluxos de caixa, definidos em termos operacionais, onde se excluem, entre outros, os fluxos financeiros de remuneração do capital (despesas de juros e dividendos, basicamente). Os valores relevantes para a avaliação são aqueles provenientes da atividade operacional da empresa, e disponíveis a todos os provedores de capital, próprios e de terceiros. Estes fluxos operacionais devem, ainda, ser projetados para um determinado horizonte de tempo, apurando-se desta estrutura de entradas e saídas de caixa a riqueza líquida expressa no momento presente, ou seja, o *valor da empresa*.

Os fluxos de caixa considerados na avaliação devem ser consistentes com a taxa de desconto aplicada, a qual reflete, no modelo do FCD, o custo de oportunidade dos vários componentes de capital ponderados pela participação relativa de cada um deles no total do financiamento.

Persiste, diante desta colocação, uma relação implícita entre risco e retorno esperado. Por tratar essencialmente de valores previstos, a avaliação incorpora um risco, mensurável geralmente através de modelos de precificação de ativos, com consistência teórica e larga aceitação prática. Admite-se que, em princípio, todo investidor seja avesso a risco. Somente aceita assumir maiores riscos se for compensado por uma expectativa de maior retorno.

Objetivo da Empresa e o Método do Fluxo de Caixa Descontado

As Finanças Corporativas, de início consideradas como parte do estudo das Ciências Econômicas, vêm descrevendo ao longo do tempo um processo consistente de evolução conceitual e técnica. Principalmente a partir dos anos 20, já entendida como uma área independente de estudo, as finanças empresariais são motivadas a evoluírem de maneira a atenderem a crescente complexidade assumida pelos negócios e pelas operações de mercado. Nos dias atuais, a área financeira passou de uma postura mais conservadora e de absoluta aceitação dos fatos, para uma posição bem mais questionadora e reveladora dos fenômenos financeiros.

Até a década de 1.920, as finanças corporativas passaram a enfatizar mais os instrumentos e procedimentos do mercado de capitais voltados à captação de recursos. A preocupação essencial das empresas entendida pela administração financeira, fixava-se nas fontes externas de recursos, representadas por banqueiros, acionistas e poupadores.

A partir deste período, impulsionada principalmente pelas novas teorias administrativas desenvolvidas por *Taylor* e *Fayol*, as finanças das empresas passaram a priorizar os aspectos internos das organizações, o aperfeiçoamento de suas tarefas e procedimentos, e o desenvolvimento de sua estrutura organizacional. Este enfoque, de caráter mais administrativo, foi reforçado com a depressão econômica verificada em 1.929/30, tornando o estudo das finanças também preocupado com a liquidez e solvência das empresas.

Na década de 1.940 até meados dos anos 50, as finanças voltaram a focar as empresas a partir de decisões externas, estudando-as sob o ponto de vista de um emprestador de recursos ou aplicador, sem atribuir maior destaque às decisões de caráter interno.

Na metade da década de 50, contudo, foi dada ênfase destacada aos investimentos empresariais e geração de riqueza. A administração financeira preocupava-se tanto com a alocação eficiente dos recursos como com a seleção adequada de suas fontes de financiamento. Dois importantes conceitos financeiros foram desenvolvidos neste ambiente: *retorno do investimento* e *custo de capital*, destacando a interdependência das decisões financeiras.

Esta abordagem mais contemporânea das finanças prioriza sua atenção nas decisões de investimento e financiamento tomadas pelas empresas, de maneira a promover a riqueza de seus acionistas, minimizando os riscos e tornando mais eficazes os recursos alocados.

Fundamentalmente, as finanças corporativas estão voltadas para a criação de riqueza, e a orientação básica das decisões financeiras segue o objetivo principal de maximização do valor de mercado da empresa e, em consequência, da riqueza de seus proprietários. Ao perseguirem este objetivo básico, as decisões financeiras beneficiam não somente os investidores da empresa, mas permitem,

identicamente, que se reflita nos recursos econômicos da sociedade, maximizando a riqueza de toda a economia.

Este objetivo das finanças empresariais é mensurado, conforme colocado, pelo valor que a empresa alcança no mercado, refletindo, em última análise, as expectativas dos acionistas em relação aos resultados das decisões tomadas. Os investidores de ações reagem à baixa qualidade das decisões financeiras desvalorizando o seu valor de mercado, promovendo, em contrapartida, valorizações como consequência de melhores decisões.

A definição do objetivo para a empresa deve incorporar, basicamente, um intervalo de tempo dentro do qual inserem-se o retorno esperado e o risco associado aos resultados previstos, conforme premissas presentes no método de avaliação de empresas pelo *fluxo de caixa descontado*. Em essência, o objetivo da empresa é a criação de valor para os seus proprietários, sendo o valor de mercado da empresa o parâmetro de sua riqueza. O crescimento, por outro lado, é a principal fonte de valor, sendo seu cálculo processado a partir da análise dos benefícios econômicos esperados de caixa, conforme propostos no método do FCD.

Nestas colocações insere-se a adoção do método do *fluxo de caixa descontado* como o mais coerente e ajustado ao objetivo consagrado de maximização de riqueza delineado para a empresa. O método apura o valor da empresa a partir de um potencial visualizado de geração de benefícios econômicos e, conseqüentemente, de criação de riqueza aos seus proprietários.

A Estrutura do Método do Fluxo de Caixa Descontado

Em razão de envolver valores futuros (esperados) não conhecidos exatamente, as decisões de investimento são tomadas em ambiente de risco, como é previsto na taxa de desconto estabelecida no método do FCD. Em verdade, toda decisão de investimento é avaliada pelo seu retorno esperado, determinado a partir dos fluxos de caixa previstos de serem realizados no futuro. Toda proposta de alocação de capital, neste ambiente de decisão, deve levar em consideração a relação entre risco e retorno esperados.

A avaliação de uma empresa é processada, em consonância ao exposto e previsto no método do FCD, com base nos fluxos operacionais de caixa previstos de serem gerados ao longo de um determinado período de tempo, e efetivamente disponíveis aos componentes de capital da empresa.

No processo de avaliação, é importante não somente o levantamento dos fluxos de caixa esperados, mas também a forma como eles se distribuem ao longo do tempo. A definição do valor de um ativo, como mensurada pelo FCD, leva em conta o valor do dinheiro no tempo.

Portanto, a remuneração do valor de um ativo é efetuada pela atualização de todos os benefícios econômicos de caixa, previstos de ocorrerem no futuro, para um único momento do tempo (valor presente). Esta atualização dos fluxos de caixa é executada mediante a aplicação de uma taxa de desconto, denominada de *custo de capital*, constituída do custo de oportunidade de cada fonte de financiamento ponderada por sua respectiva participação na estrutura de capital.

Desta forma, a estrutura básica de avaliação pelo método do *fluxo de caixa descontado* para determinação do valor da empresa, segue as seguintes fases básicas:

- a. horizonte de tempo das projeções
- b. projeções dos fluxos de caixa
- c. taxa mínima de atratividade como taxa de desconto

Conclusões

Na evolução da teoria de finanças, que desemboca no objetivo de maximização da riqueza de seus proprietários, conforme foi comentado, evidencia-se uma preocupação permanente na forma como a empresa é avaliada e no impacto que cada decisão financeira determina sobre a riqueza.

É observado, com certa frequência, o uso de balanços patrimoniais para se definir o valor da empresa ou, mais especificamente, para comparar analiticamente certos valores definidos para negociações de mercado. Em verdade, a informação contábil, tal como é convencionalmente apurada, não tem por objetivo refletir o valor econômico de mercado de um ativo. Reconhecidamente, a Contabilidade costuma expressar seus valores com base no princípio do custo, fundamentalmente voltado para a apuração do lucro, e não para referenciar os valores de negociação de mercado de seus ativos.

Assim, o montante do patrimônio líquido ou o valor patrimonial de uma ação, medidas apuradas nos demonstrativos contábeis muitas vezes sugeridas em avaliações econômicas, pouco têm a ver com o genuíno valor de mercado da empresa, estando mais diretamente vinculadas ao valor de compra (custo) de seus ativos. Estes valores apurados pela Contabilidade encontram-se disponíveis nos relatórios formalmente publicados pelas empresas a preços de custo histórico e, no máximo, corrigidos monetariamente.

Em verdade, empresas com alto valor patrimonial de suas ações costumam evidenciar, comparativamente com as de menor valor, maior potencial (reserva) contábil para executar decisões futuras relativas à distribuição de dividendos aos seus acionistas, e não maior valor econômico. São duas posições bastante distintas. É importante que se ressalte que o valor de um ativo é função de sua capacidade futura de gerar riqueza, como considerada no método do FCD, e não de seus resultados acumulados em exercícios passados e registrados, de acordo com princípios e normas gerais da Contabilidade.

Efetivamente, o valor de uma empresa depende de seu desempenho esperado no futuro, do que ela é capaz de produzir de valor (riqueza), e não do custo de seus ativos. Os ativos são dimensionados pelos seus custos, com o único objetivo de serem confrontados com as receitas de vendas e conhecer o lucro, não revelando preocupação alguma em mensurar seu valor econômico de venda.

O patrimônio líquido a valores de reposição, por outro lado, envolve quantificar o volume de capital necessário para se constituir uma empresa no estado em que se encontra. Equivale, em outras palavras, ao valor individual de venda (valor de liquidação) de cada um de seus ativos a preços que poderiam efetivamente alcançar no mercado em determinado momento, deduzido de todas as obrigações passivas perante terceiros.

Nesta idéia, Martins¹ coloca que, se uma empresa gera lucros tido como normais e razoáveis para o 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 bastante curto. O investidor é atraído a desembolsar um valor maior que o patrimônio líquido a preços de mercado ou, o que é o mesmo, mais do que gastaria para a montagem da empresa, somente se o empreendimento fosse capaz de produzir retornos classificados acima de um padrão normal.

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

O método de múltiplos de mercado ou de transações comparáveis embutem, entre outras, duas deficiências relevantes. O método de múltiplos de mercado consiste em determinar o valor da empresa comparando o seu desempenho com o de outras empresas semelhantes cotadas em bolsa de valores, que seria uma indicação de quanto o mercado estaria disposto a pagar pela empresa em avaliação. A própria fragilidade do mercado de capitais no Brasil com sua extrema volatilidade e baixa qualidade das informações disponíveis, impõem inúmeras restrições à adoção deste método de múltiplos de mercado.

O método de múltiplos de transações comparáveis refere-se a aplicação de múltiplos pagos em vendas de ativos semelhantes à empresa em avaliação. Um dos problemas deste método é que diferentes momentos de vendas implicam em

¹ MARTINS, Eliseu. *Contribuição à Avaliação do Ativo Intangível. Tese de Doutorado*. São paulo, FEA/USP, 1.976.

diferentes avaliações, e que as características de mercado em que atuam cada empresa implicam em diferentes potenciais futuros.

A avaliação de uma empresa para toda a teoria de finanças volta-se essencialmente ao seu valor intrínseco, o qual é função dos *benefícios econômicos de caixa* esperados, do *risco* associado a estes resultados previstos, e da *taxa de retorno requerida* pelos investidores. São esses parâmetros decisórios previstos no método do FCD, e definidos a partir de expectativas dos investidores com relação ao desempenho econômico esperado e de seu grau de aversão ao risco, que determinam o valor de mercado de uma empresa.

Na avaliação econômica de empresas, o método do *fluxo de caixa descontado* é o que apresenta o maior rigor técnico e conceitual. Este método está voltado para a apuração da riqueza absoluta do investimento – valor presente de um fluxo de benefícios econômicos de caixa esperados no futuro – estando perfeitamente consistente com o objetivo da empresa enunciado de maximização de seu valor de mercado.