

BASES CONCEITUAIS DO PROCESSO DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Pro. Alexandre Assaf Neto

Este trabalho tem por objetivo básico apresentar as bases conceituais do processo de avaliação econômica de empresas.

Avaliação de Empresas

A nova realidade dos negócios traz a todas as organizações o desafio de gerar valor a seus proprietários, motivada por estratégias corporativas adequadas ao comportamento do mercado. Na busca de valor, torna-se essencial repensar o foco de toda a atividade empresarial, reestruturar seu lado operacional e estabelecer estratégias que aproveitem as oportunidades de negócios.

As empresas modernas são partes cada vez mais ativas do mercado financeiro, envolvendo-se nesse contexto por meio de compras e vendas de controle acionário, recompra de ações, fusões e reestruturações. O objetivo básico de toda empresa é maximizar seu valor de mercado em relação ao capital investido. A continuidade de um empreendimento somente se realiza quando suas decisões financeiras se mostrarem capazes de criar valor econômico para seus acionistas; ou, em outras palavras, quando seus resultados promoverem um retorno sobre o investimento que exceda ao custo de oportunidade dos investidores. Esse objetivo de riqueza é a essência das finanças corporativas, válido para qualquer segmento empresarial e em qualquer contexto econômico. É aplicado para empresas fabris, instituições financeiras, empresas de serviço, empresas de Internet etc, assim como é utilizado em organizações atuantes tanto no continente americano, como no europeu e asiático.

A criação de valor demanda fortes e constantes esforços de investimentos nas empresas, sejam aqueles direcionados para bens físicos tangíveis, como prédios, maquinários e equipamentos, como outros relevantes aplicados em tecnologia, pesquisa e desenvolvimento, treinamento e educação, reestruturações e assim por diante. Não há como uma empresa acumular valor econômico sem altos dispêndios de capital voltados para atender a atual dinâmica dos mercados.

O conceito de valor econômico como fator de sucesso pode ser entendido desde longa data. Um dos trabalhos marcantes sobre o assunto foi proposto por

David Ricardo em 1819 na obra *The Principles of Political Economy and Taxation*. Outros economistas aprofundaram essa discussão, destacando-se, entre outros, Schumpeter e Marshall. A aplicação mais direta do conceito de valor para os negócios teve relevante contribuição de G. Bennett Stewart em *The Quest for Value* (1991).

Por outro lado, a fundamentação teórica da avaliação de empresas é também bastante antiga. A teoria de Finanças foi desenvolvida com base no objetivo de maximização da riqueza dos acionistas, e sua mensuração sempre esteve entre suas preocupações. Reconhece-se nos trabalhos de Franco Modigliani e Merton Miller, prêmios Nobel de Economia, principalmente *Dividend Policy, Growth and the Valuation Shares*, os fundamentos da moderna abordagem de avaliação desenvolvida pelo método do fluxo de caixa descontado.

A partir dessas raízes conceituais, outros trabalhos importantes foram surgindo, os quais ampliaram bastante as originais contribuições de Modigliani e Miller ao processo de avaliação de empresas, citando-se, entre outros, Aswath Damodaran (*Valuation, 1994*), Alfred Rappaport (*Creating Shareholder Value, 1986*), Thomas Copeland e outros (*Valuation, 1990*). Uma das grandes contribuições desses trabalhos foi a de viabilizar as aplicações das técnicas de avaliação na realidade das empresas, além de difundir o uso dos instrumentos quantitativos e recursos computacionais de cálculo do valor.

O processo de avaliação de empresas exige o domínio de conceitos financeiros e econômicos, das técnicas de cálculo e dos inúmeros fatores internos e externos à empresa que condicionam seu valor econômico. A avaliação envolve essencialmente três grandes questionamentos desafiadores.

Como o valor de qualquer ativo é definido pela sua capacidade em gerar benefícios econômicos de caixa, o primeiro desafio que se coloca é a apuração dos fluxos de caixa futuros esperados do negócio. Nessa tarefa, o problema maior é o de estabelecer padrões de previsão confiáveis para os fluxos de caixa projetados. **O comportamento da demanda por um produto não segue necessariamente as médias ou tendências passadas, assumindo, na maioria das vezes, idiosincrasias próprias.** Questões como o mercado irá se comportar, como a concorrência irá atuar diante de alterações previstas, como a economia e seus fundamentos irão se desenvolver no futuro previsível, como podem ser estimados os custos de adaptação da empresa ao ambiente econômico esperado, entre outras relevantes, devem fazer parte dos procedimentos de avaliação de uma empresa.

O segundo desafio da avaliação é a determinação da **taxa mínima de retorno que os investidores (credores e acionistas) exigem de seu capital aplicado.** Para se estabelecer essa taxa de oportunidade que deve remunerar os investimentos, é necessário ter-se considerado o risco do negócio (risco

operacional e risco financeiro) e do país. Nessa discussão, é interessante registrar que os acionistas, por incorrerem em maior risco, apresentam um custo de oportunidade mais elevado que os credores. Há teorias amplamente aceitas e utilizadas para se obter essas taxas de oportunidade devidas aos proprietários de capital, destacando-se o modelo do *CAPM - Capital Asset Pricing Model*, desenvolvido originalmente por John Lintner e William Sharpe.

Finalmente, a avaliação requer que se estabeleçam previsões, premissas e estratégias de longo prazo para as empresas. A maturidade de uma avaliação é indeterminada, envolvendo um período previsível razoavelmente curto, e outro, definido como perpetuidade, de baixa (ou nenhuma) capacidade de previsão.

A indústria bancária é certamente uma das mais influenciadas pelas mudanças da globalização. Os avanços tecnológicos, crescente regulação e competitividade observados no setor explicam os altos investimentos demandados pelos bancos para se manter competitivos no mercado. É reconhecida ainda a necessidade contínua de reestruturação operacional dos bancos de maneira a manterem sua viabilidade e continuidade. Por tudo isso, não há como repetir o passado para se chegar ao seu valor econômico.

É reconhecido ainda que a avaliação de bancos é a mais difícil de se fazer (Copeland, Thomas, e outros. Avaliação de Empresas, MakronBooks, páginas 433 e 438), exigindo certos conhecimentos de acesso nem sempre disponíveis. É indispensável que o avaliador conheça, entre outras informações essenciais, o descasamento das taxas e suas repercussões sobre os resultados, inadimplência, precificação de transferências internas de recursos marginais da instituição, *spread*, e assim por diante. Além desses aspectos de natureza financeira e econômica, há outros de cunho legal, determinado pelo elevado volume de exigências regulatórias que incidem sobre as atividades dos bancos.

É preciso destacar também que o risco de um banco é alto, e sua atividade pode ser rapidamente descontinuada como consequência de uma decisão equivocada. A avaliação de bancos depende, além dos aspectos anteriormente citados de determinação do valor de empresas, dos conhecimentos da demanda futura por novos empréstimos e qualidade de sua carteira de ativos, comportamento futuro das taxas de juros e aspectos regulatórios previstos.

Estrutura de Avaliação

Conforme foi colocado, o valor de um bem é medido pela sua capacidade de gerar resultados de caixa, e o método que melhor aborda este valor é o do FCD – Fluxo de Caixa Descontado. Pelo método do FCD, a 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 reflita o custo de oportunidade dos diversos provedores de capital.

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 provedores de capital. Diante dessa colocação, persiste uma relação implícita entre risco e retorno esperado, a qual é tratada geralmente através de modelos de precificação de ativos.

A estrutura básica de avaliação de uma empresa pelo método do Fluxo de Caixa Descontado segue as seguintes etapas básicas:

- a. Projeções dos Fluxos de Caixa: a sua elaboração requer o conhecimento do negócio e do mercado, acesso a banco de dados, correlações dos resultados com variáveis econômicas, relação dos ativos com os fluxos de caixa, estratégias e metas de crescimento dos negócios, estrutura de equilíbrio da empresa e necessidades de investimentos etc. O conceito adotado na avaliação é o do fluxo de caixa disponível (*free cash flow*), calculado após descontar-se do lucro operacional líquido (após o imposto de renda) todas as necessidades líquidas de investimentos em fixo e giro.
- b. Taxa Mínima de Atratividade: taxa de desconto a ser aplicada sobre os fluxos de caixa para cálculo do valor presente. É obtida a partir da definição da estrutura ideal de capital adotada pela empresa e de seu risco.
- c. Maturidade: é considerada como de duração indeterminada, e os fluxos de caixa são geralmente divididos em duas dimensões, o período explícito (ou previsível) e o período residual ou perpetuidade (não previsível). A duração do período explícito deve ir até o momento em que a empresa atinge sua estabilidade operacional. A partir desse ponto, inicia-se a perpetuidade, quando a empresa passa a operar em nível de equilíbrio.
De forma mais conservadora, na perpetuidade a empresa não agrega valor econômico, esperando remunerar exatamente o custo de oportunidade do capital.

Pela estrutura de avaliação sugerida, o valor da empresa é definido da forma seguinte:

VALOR =	Valor presente do fluxo de caixa previsto para o período explícito	+	Valor presente do fluxo de caixa previsto após o período explícito
----------------	---	----------	---

O cálculo do valor explícito, pelas características variáveis dos valores dos fluxos de caixa, é efetuado pelo desconto de cada fluxo individualmente. A segunda parte da expressão, que representa o valor residual (perpetuidade), incorpora geralmente hipóteses conservadoras de estabilidade dos fluxos de caixa. Admite-se, muitas vezes, que na perpetuidade as projeções não agregam valor econômico. Ou seja, a empresa em equilíbrio após o período explícito passa a gerar um retorno igual ao seu custo de oportunidade. Superestimação do valor residual provoca alterações significativas no valor da empresa, considerando a alta participação do valor presente do valor residual sobre o valor total da empresa.

A formulação básica usada para se estimar o valor da empresa pelo método do fluxo de caixa descontado apresenta-se:

$$\text{VALOR} = [\text{FCF}_1 / (1 + K) + \text{FCF}_2 / (1 + K)^2 + \dots + \text{FCF}_n / (1 + K)^n] + [\text{FCF}_{n+1} / (K - g)] / (1 + K)^n$$

onde:

FCF = fluxo de caixa livre (disponível), ou *free cash flow*
n = número de anos do período explícito

FCF_{n+1} = fluxo de caixa livre normalizado previsto para o final do ano seguinte ao término do período explícito
K = taxa de desconto dos fluxos de caixa
g = taxa de crescimento constante anual dos fluxos de caixa

O método do fluxo de caixa descontado tem duas abordagens: **FCD da empresa e FCD do acionista**. O FCD da empresa é o mais utilizado nas avaliações e desconta os fluxos de caixa livres das operações pelo custo médio ponderado de capital, representativo das expectativas mínimas de remuneração exigidas pelos investidores (credores e acionistas). O valor presente desse fluxo de caixa determina o valor da empresa. Ao deduzir-se o montante atualizado das dívidas, chega-se ao valor da empresa para o acionista.

Por outro lado, o valor calculado pela abordagem do FCD do acionista desconta os fluxos de caixa livres dos acionistas somente pelo custo do capital próprio.

Apesar de produzirem o mesmo resultado final, para a avaliação de bancos é geralmente recomendado o uso do FCD do acionista, em razão principalmente de suas características de captação, onde se encontram passivos não onerosos (como depósitos a vista) e outros de difícil quantificação quanto a seus custos de oportunidade (ver: COPELAND, Thomas e outros, ob. cit. pg. 435).

