

METODOLOGIAS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Marcos de Jesus¹

Gláucia Cristina Sebastião²

Régio Marcio Toesca Gimenes³

JESUS, M. de; SEBASTIÃO, G. C.; GIMENES, R. M. T. Metodologias de avaliação de empresas. **Rev. Ciênc. Empres. UNIPAR**, Umuarama, v. 13, n. 2, p. 279-294, jul./dez. 2012.

RESUMO: Nas últimas décadas, com o aumento de operações como fusões e incorporações de empresas e com o advento do conceito de gestão, com vistas à criação de valor para o acionista, apurar o valor justo da empresa se tornou de extrema importância no âmbito empresarial. Porém, avaliar uma empresa não é algo simples, é necessário lançar mão de metodologias específicas para esta finalidade, ressaltando ainda que a escolha da metodologia adequada é de suma importância para a credibilidade do processo para o final obter-se um resultado consistente. O presente trabalho tem como objetivo levantar e descrever as principais metodologias de avaliação de empresas disponíveis na literatura financeira.

PALAVRAS-CHAVE: Avaliação de empresas. Fluxo de caixa descontado. Valor de mercado.

EVALUATION METHODOLOGIES OF COMPANIES

ABSTRACT: In recent decades, with the increase in transactions such as mergers and acquisitions of companies and with the advent of the concept of management with a view to creating shareholder value, determine the fair value of the company has become extremely important in business, but evaluating a company is not simple, it is necessary to use specific methodologies for this purpose, noting also that the choice of appropriate methodology is critical to the credibility of the process and the end to obtain a consistent result. This paper aims to survey and describe the main valuation methodologies available to companies in the financial literature.

KEYWORDS: Company valuation. Discounted cash flow. Market value.

¹Bacharel em Ciências Contábeis - UNIPAR – Universidade Paranaense. E-mail: marcosgnrvr@yahoo.com.br.

²Bacharel em Ciências Contábeis - UNIPAR – Universidade Paranaense. E-mail: gepag@unipar.br.

³Pós-Doutor em Administração. Professor do curso de Ciências Contábeis da UNIPAR – Universidade Paranaense. E-mail: toesca@unipar.br.

METODOLOGÍAS DE EVALUACIÓN DE EMPRESAS

RESUMEN: En las últimas décadas, con el aumento de operaciones, como fusiones e incorporaciones de empresas y con el advenimiento del concepto de gestión, con el objetivo de crear valor para el accionista, apurar el valor justo de la empresa, se ha convertido de extrema importancia en el ámbito empresarial el uso de metodologías de evaluación. Sin embargo, evaluar una empresa no es algo sencillo, es necesario el uso de metodologías específicas para este fin, teniendo en cuenta que la elección de la metodología adecuada es de suma importancia para la credibilidad del proceso y que se pueda obtener al final un resultado consistente. Esta investigación tiene como objetivo estudiar y describir las principales metodologías de evaluación de empresas, disponibles en la literatura financiera. **PALABRAS CLAVE:** Evaluación de empresas. Flujo de caja descontado. Valor de mercado.

1 INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas, com o aumento das operações de fusões e aquisições de empresa, a gestão com foco na maximização do valor para o acionista tem se tornado o principal objetivo para a maioria das empresas (AMARAL, 2008).

No ambiente econômico atual tornou-se primordial a mensuração do valor justo da empresa, sendo um aspecto essencial para a gestão das organizações. Ao quantificar o valor justo de seus ativos, observando o fator gerencial, o gestor obtém uma visão mais ampla do negócio propiciando desta forma suporte para que ele possa tomar as decisões adequadas com vistas à geração de valor para o acionista. Se o objetivo, em finanças corporativas, é a maximização do valor da empresa, então o relacionamento entre as decisões financeiras, a estratégia corporativa e o valor da empresa tem que ser delineado (DAMODARAN, 2010, p. 9).

Diante desse cenário as empresas buscam uma gestão com base no valor, torna-se imprescindível o conhecimento do valor da empresa, tanto para a realização no âmbito de alienações e aquisições, quanto para decisões de estratégias de investimentos. Para Martins (2008, p. 3), “a avaliação de empresas dentro do processo de negociações de fusões e aquisições tem por objetivo a fixação de um preço referencial para a tomada de decisão”.

Para a realização do processo de avaliação de empresas, se faz necessário o uso de métodos específicos para mensurar o seu valor justo. Esta sistemática visa avaliar detalhadamente e metricamente todos os aspectos de um ativo quanto a sua potencialidade de geração de recursos.

Existem vários métodos que podem ser utilizados para avaliar uma empresa, eles podem ser utilizados tanto em conjunto como individualmente, porém o ideal é que sejam utilizados em conjunto, todavia deve-se observar que há métodos que se mostram mais consistentes do que outros de acordo com as circunstâncias e o objetivo da avaliação (SILVA, 2006).

A execução dos métodos dentro da empresa, depois de estudada suas características e escolhido os modelos que mais se adaptam aos seus atributos, visa avaliar toda estrutura patrimonial, possibilitando a mensuração do valor justo da empresa. O sistema de avaliação se torna complexo levando-se em conta a ampla extensão de ativos que uma empresa possui. A empresa, por si só, como estrutura física, é um ativo que gera valor e deve ser mensurado, além de todos os componentes que a englobam, toda sua parte operacional, financeira e intangível.

Partindo do ponto de onde se compreende a dificuldade das empresas em mensurar os seus ativos, desde sua estrutura física até seus intangíveis, observa-se a necessidade de levantar e descrever os principais métodos de avaliação de empresas disponíveis na literatura financeira.

2 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

De acordo com Vergara (2007), as pesquisas podem ser qualificadas por dois critérios primários: quanto aos fins e quanto aos meios. Quanto aos fins a pesquisa será exploratória. Quanto aos meios serão utilizados os procedimentos de uma pesquisa bibliográfica.

Segundo Gil (2007, p. 44), a pesquisa exploratória visa proporcionar maior familiaridade com o problema com vistas a torná-lo explícito ou a construir hipóteses. Envolve levantamento bibliográfico; entrevistas com pessoas que tiveram experiências práticas com o problema pesquisado; análise de exemplos que estimulem a compreensão. Assume, em geral, a forma de pesquisas bibliográficas.

A pesquisa bibliográfica é o estudo fundamentado com base na exploração de material publicado em livros, revistas, jornais, redes eletrônicas, isto é, material acessível ao público em geral (VERGARA, 2007).

3 PRINCIPAIS MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

3.1 Avaliação contábil

A avaliação contábil é baseada nos valores que constam no balanço patrimonial, ou seja, a avaliação da empresa é baseada em suas demonstrações contábeis. Este tipo de avaliação é considerado como um método de simples

realização, pois para a sua execução são necessários apenas os demonstrativos contábeis da empresa a ser avaliada.

3.1.1 Valor contábil (ou *book value*)

O valor contábil da empresa é o valor que consta nas suas demonstrações contábeis. Segundo Paiva (2001), este valor contábil é o valor do patrimônio líquido extraído dos registros ou históricos contábeis.

O método de avaliação pelo valor contábil possui várias limitações, a principal delas é que os valores que constam no balanço baseiam-se no custo histórico e não no valor de mercado, o que significa que são valores desatualizados, podendo causar significantes distorções no resultado. Sobre os fatores que influenciam a avaliação das empresas, desde fatores econômicos a fatores políticos, ao optar-se por utilizar o método de avaliação do valor contábil, deixa-se de obter dados e informações que resultam destes fatores e por consequência o resultado da avaliação da empresa não será consistente. Além do mais, não estão expostos no balanço as informações sobre os ativos intangíveis da empresa, como: marca, recursos humanos, reputação da empresa, entre outros.

Em razão das limitações mencionadas, os métodos patrimoniais são utilizados em condições muito específicas, como em casos de liquidação judicial, empresas sem fluxo de caixa positivo, venda de ativos não-operacionais, quando o comprador estiver interessado apenas nas instalações físicas da empresa e não no potencial de geração de caixa e, ainda, quando os ativos não se constituírem em utilidade para o vendedor (SILVA, 2006, p. 9).

3.1.2 Valor de mercado dos ativos

Na avaliação baseada em valores de mercado os ativos são mensurados pelo preço que poderiam ser vendidos, e pode ser feito sob dois enfoques: o primeiro presume-se que a empresa está em processo de liquidação e o segundo considera a empresa em funcionamento por tempo indeterminado.

Segundo Neiva (1992, p. 29) “os bens e direitos de natureza econômica podem ser avaliados de acordo com a sua natureza, origem, disponibilidade de informações e grau de confiabilidade dessas informações”.

A avaliação de ativos dentro da empresa pode ser realizada, seguindo vários aspectos relevantes, como a sua área de atuação no mercado, ou seja, dependendo do ramo de atividade seus ativos podem possuir um valor diferenciado. Esses fatores relevantes impactam no resultado final da avaliação.

Para Pasin (2004), o valor de mercado é um fator importante para a maioria das operações de compra, venda e fusões de empresas, porém, como

há um alto nível de volatilidade nesses valores de mercado, a avaliação torna-se difícil (inconsistente), utilizando-se apenas esse método.

Silva (2006, p. 9) define este método como:

Consiste na valoração do conjunto de bens que integram o ativo e passivo, em termos de valor de mercado. Para isso, utilizam-se valores de entrada e saída de acordo com a natureza do bem patrimonial e suas especificidades. Um estoque de matérias-primas, por exemplo, pode ser avaliado pelo custo de reposição; já um estoque de produtos finais demandaria como método o equivalente corrente de caixa. As duplicatas a receber seriam descontadas para que fosse possível chegar ao valor presente das entradas futuras. Os itens do passivo seriam ajustados ao valor presente de mercado, em obediência as condições do crédito e às circunstâncias ajustadas da taxa de juros.

3.1.3 Valor patrimonial

O valor patrimonial é obtido por meio da diferença entre o ativo e o passivo ajustados a valor de mercado e de acordo com Pacheco (2004) está situado entre o valor de substituição e o valor de liquidação.

O valor de uma empresa calculado pelo método patrimonial é a abordagem mais fácil e simples, porém, em raras situações tal abordagem pode ser adequada e utilizada, pois na grande maioria das vezes, o comprador da empresa ou de um negócio está interessado nos resultados futuros gerados por suas aquisições e não nos valores investidos por seus acionistas (patrimônio líquido) e nem nos valores de mercado dos ativos ou no valor de liquidação destes (PASIN, 2004, p. 52).

Segundo Ferrari (1996 apud PACHECO, 2004) o valor patrimonial pode ser calculado da seguinte maneira:

- (=) Patrimônio Líquido Contábil
- (+) Reavaliações de Imobilizados, Estoques
- (-) Contingências
- (=) Patrimônio Reavaliado

3.2 Avaliação relativa ou por múltiplos

Na avaliação relativa ou por múltiplos parte-se da ideia de que uma empresa pode ser precificada a partir da comparação com o preço de uma empresa similar, que é feita por meio do cálculo de alguns indicadores denominados múltiplos.

“Os múltiplos são indicadores padronizados dos valores das empresas

e utilizados para se avaliar uma empresa por meio de outras comparáveis e para identificar companhias subavaliadas ou superavaliadas” (PASIN, 2004, p. 1).

Pacheco (2004) salienta que a avaliação relativa é muito utilizada pelas pessoas físicas e jurídicas, quando querem determinar o valor de automóveis, imóveis ou outros bens. Basicamente, buscam-se valores médios de bens equivalentes negociados no mercado para se utilizar como referência ou como justificativa para os preços pedidos por seus próprios bens.

A avaliação por meio de múltiplos é muito utilizada atualmente, segundo Damodaran (2010) há várias razões de sua popularidade. Primeira, o tempo gasto na avaliação é curto. Segunda, os resultados são de simples entendimento, o que torna fácil a apresentação aos clientes. Terceira, os resultados da avaliação relativa apresenta valores mais próximos aos valores de mercado do que a avaliação pelo fluxo de caixa descontado.

Apesar de sua simplicidade e popularidade, segundo Pacheco (2004) a avaliação relativa apresenta algumas desvantagens, quais sejam: os múltiplos são sensíveis as variações do mercado, o que pode ser considerado um problema, portanto quando o mercado está superavaliado os múltiplos apresentam valores altos e quando o mercado está subavaliado os múltiplos apresentam valores baixos; devido à necessidade de poucas informações para realizar a avaliação, ela se torna um pouco obscura, e conseqüentemente vulnerável a manipulação; outro problema refere-se à qualidade e disponibilidade das informações, em países que possuem o mercado de capitais pouco desenvolvido as empresas não são obrigadas a tornar pública as sua operações de fusões e aquisições.

O método de avaliação de empresas por meio de múltiplos é também conhecido como Avaliação Relativa e embora seja bastante intuitivo e simples, muito mais que o método do FDC, apresenta uma possibilidade de manipulação muito grande, capaz de justificar qualquer valor para a mesma empresa (PASIN, 2004, p. 2).

Damodaran (2010) aponta dois componentes que são necessários para realizar a avaliação relativa. O primeiro é que se deve padronizar o preço dos ativos a serem avaliados. O segundo é encontrar empresas que sejam comparáveis, o que é difícil de fazer, pois as empresas não são iguais. Portanto, o importante na aplicação da avaliação por múltiplos é como controlar essas diferenças. Pode-se observar que há dois tipos de múltiplos: os múltiplos de capitalização de mercado e os múltiplos de transação.

3.2.1 Múltiplos de capitalização de mercado

Os múltiplos de capitalização de mercados são baseados no valor de

mercado das empresas listadas na bolsa de valores que é obtido por meio da multiplicação do valor cotado de uma ação pelo número total de ações da empresa. (PACHECO, 2004).

Atualmente, há vários tipos de múltiplos que devem ser selecionados de acordo com os objetivos da avaliação, dentre eles de acordo com Damodaran (2010), os principais são: múltiplos de lucro, múltiplos do valor contábil ou valor de reposição, múltiplos de receita e múltiplos de setor específico.

3.2.1.1 Múltiplos de lucro

Os múltiplos de lucros são calculados com base na relação entre o preço e o lucro da ação e; é um dos mais utilizados em avaliações. “Esse indicador proporciona a medida normalizada para comparar o preço de ações, ao indicar o quanto o mercado paga por unidade monetária de benefício de determinada ação” (SILVA, 2006, p. 14).

3.2.1.2 Múltiplos de valor contábil ou valor de reposição

Os múltiplos de valor contábil são fundamentados no valor das demonstrações contábeis, e podem variar muito de empresa para empresa de acordo com as regras contábeis utilizados por cada uma, sendo influenciado pelo preço original pago pelo ativo. Este múltiplo também pode ser calculado utilizando o valor de reposição dos ativos (DAMODARAN, 2010).

3.2.1.3 Múltiplos de receita

Os múltiplos de receita são calculados com base na relação entre o valor do ativo e a receita por ele gerada. A vantagem desse tipo de múltiplo é que pode ser aplicado em empresas com qualquer situação financeira, visto que não há como obter receitas negativas. Outra vantagem que se pode perceber é que o valor desse múltiplo, dificilmente, pode ser manipulado como pode ocorrer nos múltiplos de lucro e contábil (SILVA, 2006).

3.2.1.4 Múltiplos de setor específico

Os múltiplos de setor específico, como o próprio nome diz, são múltiplos calculados com base em dados de empresas do mesmo setor. Pacheco (2004) apresenta duas desvantagens ao se avaliar usando esse tipo de múltiplo: primeiro, é preciso observar que como os múltiplos são calculados apenas para um setor específico, os múltiplos apresentarão valores subavaliados ou superavaliados de

acordo com a valorização do setor em relação ao resto do mercado; segundo, torna-se difícil relacionar os múltiplos de setor específico com indicadores financeiros tradicionais.

3.2.2 Múltiplos de transação

Os múltiplos de transação geralmente são aplicados a empresas fechadas e que não estão listadas na bolsa de valores. Dessa forma os múltiplos são calculados com base em operações de fusões e aquisições de empresas similares.

Pacheco (2004) salienta que a maior diferença entre as avaliações realizadas utilizando-se múltiplos de mercados, para aquelas que utilizam múltiplos de transação é que a primeira não considera o ágio pago na operação e nem o valor que a empresa adquirida pode atingir, resultante de uma possível sinergia com a empresa adquirente.

Pasin (2004, p. 35), ressalta que:

A vantagem dos múltiplos de transação é que estes contemplam os prêmios pela aquisição do controle acionário e eventuais transferências de sinergias para incentivar uma eventual transação, entretanto, refletem as expectativas do momento em que a transação foi feita, enquanto os múltiplos de mercado as expectativas de valor atuais para o valor de uma empresa. Uma transação ocorrida há mais de dois anos pode representar expectativas de valor para a empresa nesta época e gerar múltiplos ideais para este período, podendo estar totalmente fora do contexto atual.

3.2.3 Seleção de empresas comparáveis

Como mencionado anteriormente, o método da avaliação relativa é executado por meio da comparação com empresas similares, portanto faz-se necessário a seleção de algumas empresas que possam ser comparadas com a empresa a ser avaliada. Para Cornell (1993 apud PASIN, 2004, p. 48), “o conceito de empresas comparáveis é nebuloso. Corporações são entidades complexas por uma grande variedade de características. A pergunta é: quais das características devem ser similares para se considerar duas empresas comparáveis?”.

Para Damodaran (2010), uma empresa é considerada comparável quando possui fluxo de caixa, crescimento e risco semelhante ao da empresa a ser avaliada, desta forma as empresas comparáveis não precisam ser necessariamente do mesmo setor.

3.3 Avaliação por fluxo de caixa descontado

A avaliação pelo método do fluxo de caixa descontado pressupõe que o valor da empresa é determinado pelos seus fluxos futuros de caixa, trazidos a valor presente, descontados a uma taxa que reflita o custo de capital investido. Dessa forma, é avaliada a sua potencialidade de geração de recursos. Segundo Martins (2001, p. 28) “o fluxo de caixa é tido como aquele que melhor revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de determinado empreendimento”.

A maioria dos livros de finanças recomenda o uso do modelo de fluxo de caixa descontado, pois esse abrange todos os fatores que influenciam o valor da empresa e porque apenas o fluxo de caixa pode ser usado para consumo e investimento (AMARAL, 2009).

De acordo com Müller (2003) este modelo é fundamentado em rigorosas previsões de cada item financeiro relacionado à geração de fluxo de caixa, como por exemplo, as vendas, custos e despesas. “Como indicador da capacidade de geração de riqueza da empresa, encontramos no fluxo de caixa a evidência clara da eficiência de determinado negócio” (SILVA, 2006, p. 20).

Segundo Cornell (1993 apud AMARAL, 2009, p. 4) para a estimação do valor pelo fluxo de caixa descontado são necessárias três etapas:

Primeiro os fluxos de caixa anuais precisam ser projetados para o futuro. Para desenvolver essas projeções, é mais importante uma compreensão detalhada do negócio do que um conhecimento mais profundo de teoria financeira. Projeções de fluxo de caixa são baseadas em previsões subjetivas sobre o sucesso futuro do negócio. Projetar fluxo de caixa é uma tarefa difícil para analistas internos em indústrias estáveis. Para analistas externos, lidando com empresas em indústrias competitivas e em rápida evolução, essa é uma tarefa extremamente difícil.

A avaliação pelo fluxo de caixa descontado pode ser feita de duas formas: a primeira considera apenas a parte relacionada aos acionistas e, a segunda, considera a empresa como um todo.

Pode-se observar que em uma empresa há duas fontes distintas de recursos, que são os recursos próprios e os recursos de terceiros. Pacheco (2004) aponta que cada fonte de recurso possui riscos diferentes; portanto deve ser avaliado de maneira diferente. Dessa forma, existem dois tipos de fluxo de caixa descontado: o fluxo de caixa livre da empresa e o fluxo de caixa livre do acionista.

3.3.1 Fluxo de caixa livre do acionista

O fluxo de caixa livre do acionista (FCFE – *Free Cash Flow to Equity*) é representado pelo valor da parte da empresa referente aos acionistas. De acordo

Silva (2006) o fluxo de caixa para o acionista é calculado ao deduzir-se do fluxo de caixa livre os juros líquidos e a amortização de empréstimos, bem como ao adicionar-se o valor de novos empréstimos.

Para Damodaran (2010) o fluxo de caixa livre do acionista é o quanto de caixa uma empresa pode se permitir aos seus acionistas, que é obtido por meio da seguinte fórmula:

$$\text{FCFE} = \text{Lucro líquido} - (\text{Despesas de capital} - \text{Depreciação}) - (\text{Mudanças no capital de giro não caixa}) + (\text{Novas emissões de dívida não caixa} - \text{Pagamento de Dívidas}).$$

Esse modelo de fluxo de caixa presume a existência de uma estrutura financeira mínima para cada período, onde o principal e os juros sobre financiamentos existentes são pagos nas datas de vencimentos e os recursos de novos empréstimos ou financiamentos são recebidos. Nesse caso, são considerados fluxos previstos para a manutenção da capacidade financeira da empresa em termos de capital de giro (MÜLLER, 2003, p. 54).

Após as projeções dos futuros fluxos de caixa livre do acionista é necessário trazê-los ao valor presente a uma taxa que represente o custo do capital próprio.

3.3.2 Determinação do custo do capital próprio

O custo do capital próprio da empresa pode ser definido como a taxa de retorno exigida pelo investidor para aplicar os seus recursos no negócio. Quando a empresa capta recursos no mercado ou retém parte do lucro, deve aplicá-los em projetos rentáveis que possam remunerar o capital investido dos acionistas de acordo com as suas expectativas (ASSAF NETO, 2003 apud FERNANDES et al., 2008, p. 2).

Há vários métodos que podem ser utilizados para se calcular o custo do capital próprio, porém, os mais utilizados são o CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) e o APM (*Arbitrage Pricing Model*).

3.3.2.1 CAPM (*Capital Asset Pricing Model*)

Segundo a teoria do CAPM a taxa de retorno de um ativo é composta por uma taxa livre risco, somado ao prêmio pelo risco do investimento. Existem dois tipos de risco, o não sistemático que é o risco intrínseco do ativo e pode ser eliminado por meio da diversificação da carteira de investimentos, e há o risco sistemático que é o risco do mercado. Este último, não pode ser eliminado e, é

mensurado por meio do coeficiente beta (β).

Sobre o CAPM Pacheco (2004, p. 18) salienta que:

O modelo CAPM coloca que o custo de oportunidade de um investimento em Patrimônio Líquido é igual ao retorno de um ativo livre de risco, mais o risco sistemático inerente a empresa sendo avaliada (Beta) multiplicando pelo prêmio de risco do mercado. A premissa que rege o modelo é a de que os investidores são recompensados pelo risco não diversificável. O modelo mede esse risco não diversificável por meio do Beta (β), que relaciona os retornos do ativo avaliado com o retorno do índice de mercado.

O custo do capital próprio pode ser calculado mediante o emprego da seguinte fórmula:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Em que:

K_e = Retorno esperado de um ativo

R_f = Taxa de retorno de um ativo livre de risco

β = Risco sistemático do ativo frente ao mercado

R_m = Taxa de retorno esperada sobre o índice de mercado

$(R_m - R_f)$ = Prêmio pelo risco de mercado

O coeficiente beta (β) que representa o risco sistemático pode ser calculado por meio da seguinte fórmula:

$$\beta = \text{Cov}(R_i, R_m) / \text{Var}(R_m)$$

Em que:

$\text{Cov}(R_i, R_m)$ = Covariância entre o retorno do ativo e o retorno do mercado

$\text{Var}(R_m)$ = Variância do retorno do mercado

3.3.2.2 APM (*Arbitrage pricing model*)

O modelo APM foi desenvolvido por Stephen Ross, e as suas fundamentações, assim como o CAPM, estão na ideia de que o retorno de um ativo é composto por uma taxa livre de risco somado ao prêmio pelo risco. Porém, este modelo ao mensurar o risco, leva em consideração os vários fatores macroeconômicos em relação ao ativo (MARTINS, 2001).

A principal característica do modelo APM, segundo Copeland et al.

(2000 apud SILVA, 2006) é que este modelo se fundamenta em várias medidas de riscos (betas) ao contrário do CAPM que se baseia em apenas uma. Cada beta mede a sensibilidade do preço do ativo em relação a vários fatores econômicos individualmente, como o índice de produção industrial, taxa de juros de curto prazo, inflação de curto e longo prazo e o risco de não pagamento.

3.3.3 Valor residual

O conceito de valor residual parte do pressuposto de que uma empresa permanecerá em atividade por um período indeterminado, com isso, torna-se impossível aplicar método do fluxo de caixa descontado, considerando um período de tempo infinito. Dessa forma, o avaliador determina um certo período de tempo finito, em que as projeções de fluxos de caixa possam ser estimadas com uma certa margem de confiança, e para o período referente aos anos seguintes é atribuído um valor ao qual se denomina de valor residual.

[...] ao final do período de projeção, os fluxos de caixa não cobertos pelo “período de projeção” são quantificados por intermédio do “valor residual” – valor de perpetuidade – valor terminal -. Nesse ponto estima-se o valor que o negócio possuirá em termos de valor presente, após o período de projeção. No geral, estima-se o valor da perpetuidade, baseado no fluxo de caixa livre do último período de projeção dimensionado pela expectativa de crescimento para os futuros anos. A perpetuidade é um dos elementos mais relevantes na avaliação de empresas. Em determinadas empresas, grande parte de valor pode ser explicada pelo valor presente da perpetuidade. Esse componente poderá ser maior ou menor. Tudo dependerá da espécie ou do grau de maturidade do negócio (SILVA, 2006, p.22).

Para Martelanc (2004 apud PASIN, 2004, p. 58) o valor residual “corresponde ao valor dos fluxos de caixa que ocorreriam após o horizonte estimado e que não podem e/ou não precisam ser projetados com maior detalhe”.

De acordo com Silva (2006) o valor residual pode ser obtido mediante o uso da seguinte fórmula:

$$\text{Perpetuidade} = (\text{FCFn} \cdot (1+g)) / (\text{WACC} - g) / (1+\text{WACC})^n$$

Em que:

FCFn= representa o fluxo de caixa livre no último ano de projeção

g = representa a taxa de crescimento constante

n = representa o último ano da projeção;

WACC = representa o custo médio ponderado do capital

3.3.4 Determinação do valor empresarial

O valor empresarial é determinado pelo fluxo de caixa livre da empresa descontado a uma taxa que reflita o custo do capital (próprio e de terceiros). O fluxo de caixa livre da empresa consiste no caixa que sobra após as deduções de despesas operacionais; impostos e antes do pagamento de encargos financeiros e dividendos preferenciais (PACHECO, 2004).

O cálculo do fluxo de caixa livre da empresa pode ser obtido da seguinte forma:

- (=) Receitas
- (-) Despesas Operacionais
- (=) Lucro Antes de Juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA)
- (-) Depreciação e Amortização
- (=) Lucro Antes de Juros e impostos (EBIT)
- (-) Despesa com Juros
- (=) Lucro antes dos Impostos
- (-) Impostos
- (=) Lucro Líquido
- (+) Depreciação e Amortização
- (-) Investimentos
- (=) Fluxos de Caixa Provenientes de Operações
- (-) Variações de Capital de Giro
- (=) Fluxo de Caixa Líquido da Empresa

A taxa de desconto a ser aplicada sobre o fluxo de caixa livre da empresa para determinar o valor empresarial é o Custo Médio Ponderado do Capital (CMPC), que engloba o custo do capital próprio, mais o custo do capital de terceiros (SILVA, 2006).

O custo do capital de terceiros pode ser obtido por meio da taxa de juros de empréstimos de longo prazo, e considerando que os juros são dedutíveis do imposto de renda o custo da dívida deve ser calculado ponderado pela alíquota do imposto de renda (PACHECO, 2004).

O custo médio ponderado do capital segundo Pacheco (2004) pode ser obtido da seguinte forma:

$$CMPC = K_e * C_p / (C_p + C_t) + (1 - T_i) * K_d * C_t / (C_p + C_t)$$

Em que:

K_e = Custo de Capital Próprio

K_d = Custo de Capital de Terceiros

C_p = Montante de Capital Investido

C_t = Montante de Capital de Terceiros Investido

T_i = Taxa Marginal de Imposto de Renda da Empresa Sendo Avaliada

Definido o custo médio ponderado do capital, o valor empresarial pode ser calculado por meio da seguinte fórmula:

$$VE = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCLE_t}{(1+CPMP)^t}$$

Em que:

VE = Valor Empresarial

n = Tempo da operação

FCL E_t = Fluxo de Caixa Livre da Empresa no Período t

CPMC = Custo Médio Ponderado do Capital

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo do presente trabalho foi, mediante a realização de uma revisão bibliográfica, levantar e descrever os principais métodos de avaliação de empresas. Constatou-se que cada método possui as suas vantagens e desvantagens. A escolha do método a ser utilizado é de suma importância para a credibilidade do processo, pois deve ser o mais apropriado de acordo com as finalidades da avaliação.

Também, observa-se que entre os vários métodos disponíveis, na atualidade, o que mais se destaca é o fluxo de caixa descontado, por ser o mais completo quando o objetivo da avaliação é apurar o valor de mercado da empresa, visto que considera o potencial de geração de recursos do empreendimento.

No atual cenário econômico, caracterizado por uma concorrência acirrada e uma grande velocidade na troca de informações mensurar o valor justo da empresa é definitivamente necessário, para que ela possa adequar as suas estratégias, objetivando a maximização do valor para os acionista e, ao mesmo tempo, tornar-se mais competitiva frente aos concorrentes.

É importante salientar que nenhum método de avaliação de empresas pode ser considerado perfeito. Dessa forma, recomenda-se que pesquisas acerca do tema continuem a ser realizadas e que outros métodos de avaliação sejam estudados para que se aprimorem tais critérios de avaliação de empresas.

REFERÊNCIAS

- AMARAL, A. C. do. Metodologia de avaliação de empresas: teoria e prática. **Revista Integração**, [S.I.], n. 56, p. 7-12, jan./fev./mar. 2009.
- DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos**: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. 2. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010.
- FERNANDES, A. L. M. et al. Teste de aderência entre o beta contábil e o beta de mercado: uma aplicação prática no mercado brasileiro. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE, 18., 2008, Gramado. **Anais...** Disponível em: <<http://www.congressocfc.org.br/hotsite/anais.html>>. Acesso em: 05 jun. 2011.
- GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- MARTINS, C. F. G. Avaliação de empresas em apuração de haveres judiciais. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE, 18., 2008, Gramado. **Anais...** Disponível em: <<http://www.congressocfc.org.br/hotsite/anais.html>>. Acesso em: 17 abr. 2011.
- MARTINS, E. (Org.) **Avaliação de empresas**: da mensuração contábil à econômica. São Paulo: Atlas, 2001.
- MÜLLER, A. N. **Fluxo de caixa descontado, lucros capitalizados e lucros excedentes** – o desempenho dos modelos de avaliação de empresas. 2003. 271 f. Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Engenharia da Produção, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2003.
- NEIVA, R. A. **Valor de mercado da empresa**: modelos de avaliação econômico-financeira de empresas, exemplos de avaliação com cálculos de valores, subsídios para privatização, compra e venda, cisão, fusão e incorporação. São Paulo: Atlas, 1992.
- OLIVEIRA, E. F. de; GUERREIRO, R.; SECURATO, J. R. Uma proposta para a avaliação da empresa em condições de risco com base no modelo de Ohlson. **Revista Contabilidade & Finanças** – USP, São Paulo, n. 32, p. 58-70, maio/ago. 2003.
- PACHECO, A. A. S. **Avaliação de empresas**: uma pesquisa sobre as metodologias e suas aplicações. 2004. 59 f. Monografia (Bacharel em Administração)

– Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

PAIVA, W. P. Métodos de avaliação de pequenas e médias empresas. In: SEMINÁRIO EM ADMINISTRAÇÃO, V., 2001, São Paulo. **Anais...** Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/5semead/>>. Acesso em: 13 jun. 2011.

PASIN, R. M. **Avaliação relativa de empresas por meio da regressão de direcionadores de valor**. 2004. 194 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

QUEIROZ, A. D. **Integração dos sistemas de produção e finanças**: demonstrativos e análise dos fluxos de fundos. Trabalho Submetido à Comissão Examinadora do concurso Público na Carreira do Magistério Superior Classe: Professor Titular. Departamento de engenharia de Produção e Sistemas, Universidade Federal de Santa Catarina, 1988.

SCHIAVO, F. T. **Avaliação de empresas por fluxo de caixa descontado**: o impacto dos ativos intangíveis no valor da empresa. 2008. 203 f. Dissertação (Mestrado) – Escola Brasileira de Administração Pública, Rio de Janeiro, 2008.

SILVA, L. W. M. **Métodos de avaliação de empresas**: casos de práticas adotadas no Brasil. 2006. 96 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia e Finanças IBMEC, Rio de Janeiro, 2006.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2007.