

VALUATION: OS MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS EM PERSPECTIVA

Sidney Tozzini

FACULDADES INTEGRADAS CAMPOS SALLES

Jose Alexandre Magrini Pigatto

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

Vanderli de Miranda Araujo

FACULDADES INTEGRADAS CAMPOS SALLES

Resumo

Em geral observa-se que na apresentação dos modelos de avaliação de empresas – tanto em eventos empresariais como em sala de aula – os palestrantes tendem a abordar o tema partindo dos aspectos específicos para os mais abrangentes perdendo-se muitas vezes em detalhes que distraem a visão de conjunto. O artigo resume os modelos gerais de avaliação de empresas apresentados nos principais títulos da bibliografia nacional e internacional. O objetivo do presente texto é apresentar uma visão abrangente identificando os principais modelos gerais de avaliação e suas características conceituais para na seqüência discutir os principais critérios para a escolha do “melhor” modelo específico de avaliação de uma empresa. Conclui-se que embora não seja possível identificar um “melhor” modelo de avaliação com a exclusão dos demais, é possível identificar um modelo específico de avaliação “mais adequado” a uma determinada situação. Nesse sentido o texto apresenta uma discussão sobre as principais abordagens aos modelos de avaliação de empresas por meio da qual sugere alternativas para a identificação de modelos específicos “mais adequados” para a determinação do valor de empresas e ativos em circunstâncias peculiares.

Introdução: Distinção entre Preço e Valor

Na linguagem comum do dia-a-dia usam-se de maneira intercambiável os termos valor e preço. De fato, define-se valor como “preço, medida de importância, qualidade que torna algo ou alguém estimável, validade, utilidade, préstimo, duração de nota musical” (HOUAISS; VILLAR; FRANCO, 2003, p.530).

Em uma abordagem preliminar pode-se entender que o preço de um bem depende das condições de mercado enquanto o conceito de valor estaria associado às condições subjetivas de cada indivíduo sendo função de suas preferências e necessidades. O exemplo do valor de uma fruta talvez seja contundente. Certamente haverá uma grande diferença de valor de uma fruta para um sujeito que acabou de jantar e espera a sobremesa e para um indivíduo que passa fome há dois dias.

O enigma dos diamantes e água que deixou economistas intrigados durante anos pode nos ajudar a ter um entendimento conceitual da diferença entre preço e valor. Sabe-se que a água é fundamental para a sobrevivência, mas sem diamantes poucos morreriam. Contudo um balde de diamantes é vendido por um preço muito mais elevado do que um balde de água. O quebra-cabeça é resolvido pelo uso dos conceitos de utilidade (benefício) marginal e utilidade (benefício) total:

Se tivermos um lote inteiro de alguma coisa, o benefício marginal de mais desta coisa pode ser muito pequeno. Dispomos de muita água; o benefício marginal de outro balde é pequeno. Dispomos de poucos diamantes; o benefício marginal de outro balde de diamantes é alto. Por outro lado, o benefício total da água – o valor total de toda a água do mundo – é muito mais elevado do que o dos diamantes. (WESSELS, 2002, p. 31).

Portanto pode-se concluir que o conceito de valor associa as condições de mercado com as expectativas, julgamentos e condições pessoais de cada indivíduo ou de cada avaliador.

Mais recentemente no contexto da denominada “sociologia econômica” discutem-se os conceitos de “*economia da qualidade*” ou “*economia das singularidades*”. O consumidor de singularidades - ou qualidades específicas - faz julgamentos e não apenas cálculos. Trata-se aqui de mercados nos quais o consumidor é, antes de tudo um avaliador das qualidades do que pretende adquirir, ou seja, os bens e serviços que se destacam por suas singularidades onde os preços não são tudo e podem ser quase nada.

Tais qualidades não são comprováveis nem antes nem, muitas vezes, durante o consumo. Está se falando, então de “bens de crença” (aqueles cujas características não são observáveis diretamente) sujeitos a uma grande carga de incerteza. Assim a falta de informação mina as premissas da escolha racional e exige a negociação de sinais, outros que não os preços, para transmitir a confiança necessária para o funcionamento dos mercados (ANDRADE, 2007, p. 10).

O valor de uma empresa, negócio ou ativo

A maioria dos ativos é adquirida porque se espera que gerem benefícios no futuro. De início pode-se argumentar que o valor de um empreendimento ou negócio é a soma dos ativos individuais que o compõem. Embora a afirmação esteja correta do ponto de vista técnico, há uma diferença fundamental entre avaliar um conjunto de ativos e um empreendimento. A avaliação de uma empresa ou negócio pressupõe sua continuidade operacional (*going concern* na expressão inglesa).

A pergunta desafiadora que inicia ampla discussão em Economia e Finanças é: Quanto vale uma empresa ou um negócio? De uma maneira direta e compacta a resposta poderia ser: “Se eu pudesse resumir em uma frase simples, eu diria que um negócio vale o quanto de dinheiro você será capaz de obter dele” (SILVA, 2007, p. D2). Simples na aparência, a avaliação de empresas ou negócios (*valuation* na expressão inglesa) é bem mais complexa quando analisada em detalhes. Afinal, determinar quanto dinheiro pode-se obter de um negócio implica em um complexo exercício de futurologia.

(...) Podemos dizer que para cada avaliador existe uma avaliação, pois cada um traz para a análise seus valores pessoais e suas visões sobre cada parâmetro; ou seja, se duas pessoas avaliarem a mesma empresa, são grandes as chances de encontrarem conclusões diferentes, e ambas “corretas” (CARVALHO, 2005).

Póvoa (2002, p.11) entende que o mais intrigante do termo inglês *valuation* é que não existe resposta ou metodologia que possa ser considerada como a única correta e informa que “o objetivo de uma empresa (não beneficente) é, primordialmente, gerar lucros que se transformem em caixa para os acionistas” (PÓVOA, 2002, p.13). Entretanto há limites para a busca de retornos. Gitman (2004, p. 12) entende que a maximização do lucro é um objetivo inadequado por três motivos: (i) ignora a distribuição dos resultados no tempo; (ii) ignora os fluxos de caixa disponíveis aos acionistas e (iii) ignora o risco.

Outros autores ressaltam que o valor de um negócio é definido pela negociação entre o comprador e o vendedor e concluem que:

O “valor justo” de uma empresa, estabelecido pelos processos de avaliação, representa o valor potencial de um negócio em função da expectativa de geração de resultados futuros. O preço pelo qual o vendedor e o comprador concordam em realizar uma operação de compra e venda não precisa necessariamente coincidir com o valor da empresa determinado por um método de avaliação, até porque cada acionista ou comprador pode calcular esse valor com base em suas próprias

premissas e critérios (...). Os métodos de avaliação servem para os avaliadores estimarem o valor da transação, ou seja, o preço de aquisição da empresa. (MARTELANC; PASIN; CAVALCANTE, 2005, p. 2).

Modelos Gerais de Avaliação de Empresas

Em termos mais abrangentes possíveis, Damodaran (2007, p. 443) entende que empresas ou ativos podem ser avaliados de 4 maneiras:

- i. Avaliação baseada em ativos
- ii. Avaliação pelo fluxo de caixa descontado
- iii. Avaliação relativa
- iv. Precificação de opções (avaliação de direitos contingentes)

Já Martelanc; Pasin; Cavalcante (2005, p. 4) identificam 5 abordagens de avaliação de empresas:

- i. O método contábil/ patrimonial
- ii. O método do fluxo de caixa descontado (FCD)
- iii. O método dos múltiplos
- iv. A abordagem EVA/MVA e
- v. O mais novo dos métodos de avaliação: o de opções reais

Avaliação baseada em ativos. A avaliação contábil

De acordo com Damodaran (2007, p. 443) há no mínimo duas formas de avaliar uma empresa usando técnicas de avaliação baseada em ativos (avaliação contábil): o valor de liquidação, pelo qual avalia-se o quanto o mercado estaria disposto a pagar pelos ativos se estes fossem liquidados hoje e o valor do custo de substituição, pelo qual avalia-se o quanto custaria substituir os ativos que a empresa tem instalados hoje . O custo de substituição é também denominado valor novo de reposição(VNR).

Embora o conhecimento dos demonstrativos financeiros, e dos princípios contábeis geralmente aceitos subjacentes a eles, seja fundamental para a compreensão de grande parte das informações utilizadas na avaliação de empresas e ativos, a avaliação baseada em ativos encontra aplicações restritas e limitadas. Dada a sua visão predominantemente retrospectiva, o método contábil presta-se a aplicações particulares: “O método contábil/patrimonial é indicado apenas para casos específicos, por exemplo, para a liquidação de uma organização ou em situações em que os ativos possuem mais valor do que o valor presente dos rendimentos futuros da empresa” (MARTELANC; PASIN; CAVALCANTE, 2005, p. 4).

Para o melhor entendimento das limitações do modelo contábil/patrimonial é necessário manter-se a perspectiva de que uma empresa representa uma continuidade operacional. Faria et al. (2001) concluem:

O custo histórico tem sua importância pelos registros dos fatos realizados. No fim da vida do empreendimento, revela, igualmente aos outros critérios, seu valor econômico, mas parece pouco contribuir para decisões que envolvem a administração da riqueza de empreendimentos em marcha. É o critério que mais se aproxima do fluxo de caixa realizado ou por proximamente se realizar, desde que levarmos em conta o fluxo de caixa das transações ocorridas ou futuras vinculadas a fatos geradores contábeis já acontecidos. Muito bom para apurar desempenho passado (no caso de baixíssimas taxas de inflação), mas pouco significativo para produzir o valor da empresa. (FARIA et al., 2001, p. 399-400).

A avaliação pelo método do fluxo de caixa descontado (FCD)

Na avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado (FCD) parte-se do pressuposto de que o valor de um ativo é o valor presente de todos os fluxos de caixa líquidos a serem recebidos ao longo da vida útil do ativo.

Pode-se expressar o valor de qualquer ativo na data zero, V_0 , como:

$$V_0 = FC_1/(1+k)^1 + FC_2/(1+k)^2 + \dots + FC_n/(1+k)^n \quad (1)$$

$$\text{Ou } V_0 = \sum FC_t/(1+k)^t \quad (2)$$

Onde:

V_0 = valor do ativo na data zero

FC_t = fluxo de caixa esperado no final do período t

k = retorno exigido apropriado (taxa de desconto ou taxa de retorno)

t = período relevante

Constata-se da expressão (2) que o "valor justo" de um ativo ou de uma empresa é determinado pela consideração de três variáveis básicas: (i) a projeção do fluxo de caixa no período relevante; (ii) a taxa de desconto usada para trazer os fluxos de caixa projetados para o valor presente e (iii) a determinação da magnitude da taxa de desconto ou taxa de retorno a fim de corresponder de modo adequado aos riscos envolvidos.

O uso dos modelos de fluxo de caixa descontado (FCD) parte do pressuposto de que é possível atribuir a cada ativo um "valor intrínseco" obtido por meio da análise dos fundamentos do ativo. Mas o que é "valor intrínseco?".

Pode ser considerado o valor que seria atrelado a um ativo por um sábio analista, com acesso a todas as informações disponíveis no momento e a um modelo perfeito de avaliação. Não existe um analista assim, é claro, mas todos nós aspiramos chegar o mais próximo possível desse modelo de perfeição. O problema reside no fato de que nenhum de nós jamais saberá qual é o valor intrínseco de um ativo e, portanto, não temos como saber se nossas avaliações de fluxo de caixa descontado (FCD) estão próximas do alvo. (DAMODARAN, 2007, p. 6).

Em geral identificam-se duas abordagens para avaliar uma empresa pelo uso do fluxo de caixa descontado (FCD): O fluxo de caixa para o acionista e o fluxo de caixa para a empresa.

O primeiro método consiste em avaliar a participação do acionista no empreendimento. O valor da empresa é determinado pelo desconto dos fluxos de caixa para os proprietários (na expressão inglesa, *free cash flow to equity*, FCFE), ou seja, o fluxo de caixa para os acionistas refere-se apenas aos fluxos de caixa residuais a serem distribuídos para os acionistas deduzidos dos pagamentos de juros e do principal para os credores, descontados pelo custo de capital próprio (*cost of equity*). Este valor segundo Póvoa (2004, p. 192) "nada mais é, no jargão do mercado, que o valor de mercado (*market value*). Este valor, dividido pelo número total emitido de ações, determinará o preço da ação, que normalmente é expresso em lote unitário ou de mil".

Já o fluxo de caixa para a empresa (*free cash flow to the Firm* – FCFF) representa os fluxos de caixa a serem distribuídos para credores e acionistas sob a forma de juros e dividendos descontados pelo custo ponderado médio de capital (*weighted average cost of capital* – WACC). O WACC corresponde à média ponderada do custo de capital e do custo de capital de terceiros, ponderação dada por sua participação na estrutura de capital da empresa (Dívida + Patrimônio Líquido). A avaliação descontando-se fluxos de caixa para a empresa –

segundo Martelanc; Pasin; Cavalcante (2005, p. 17) - é a mais utilizada pelo mercado financeiro.

Uma abordagem é avaliar o negócio todo, tanto com os ativos instalados quanto os ativos para crescimento; isso geralmente é chamado de avaliação empresarial. Os fluxos de caixa anteriores aos pagamentos de dívida e posteriores às necessidades de crescimento são chamados de fluxos de caixa livre para a empresa, e a taxa de desconto que reflete o custo composto de financiamento de todas as fontes de capital é chamado de custo de capital. (DAMODARAN, 2007, p. 7).

Pode-se escrever que:

$$\text{FCFF (Valor da Empresa)} = \text{FCFE (Valor de Mercado da Empresa)} + \text{Divida total} \quad (3)$$

Observe (...) que sempre podemos passar do valor empresarial para o valor patrimonial. Feito corretamente, o valor do patrimônio deve ser o mesmo, seja ele avaliado diretamente (descontando-se os fluxos de caixa para o patrimônio ao custo do patrimônio líquido) ou indiretamente (avaliando-se a empresa e subtraindo-se o valor de todos os direitos não patrimoniais). (DAMODARAN, 2007, p. 7).

Damodaram (2007) amplia as opções dos modelos de avaliação no contexto da avaliação pelo fluxo de caixa descontado (FCD) afirmando que:

Os fluxos de caixa para o patrimônio líquido podem ser descontados ao custo do patrimônio líquido ou os fluxos de caixa para a empresa podem ser descontados ao custo de capital para se obter o valor da empresa. Os próprios fluxos de caixa para patrimônio líquido podem ser definidos, no estrito senso, como dividendos ou em uma acepção mais abrangente, como fluxos de caixa livre para patrimônio líquido. Esses modelos podem ainda ser categorizados com base nas premissas de crescimento em modelos de crescimento estável, dois estágios e três estágios. Finalmente, a mensuração dos lucros e fluxos de caixa pode ser modificada de modo a se compatibilizar com as características especiais da empresa (ativo) – lucros correntes com lucros normais ou lucros normalizados de empresa cujos lucros correntes podem ser distorcidos, seja por fatores temporários seja por efeitos cíclicos. (DAMODARAN, 2007, p. 443).

A abrangência dos modelos de avaliação de empresas no contexto do fluxo de caixa descontado (FCD) pode ser resumida pela Figura 1:

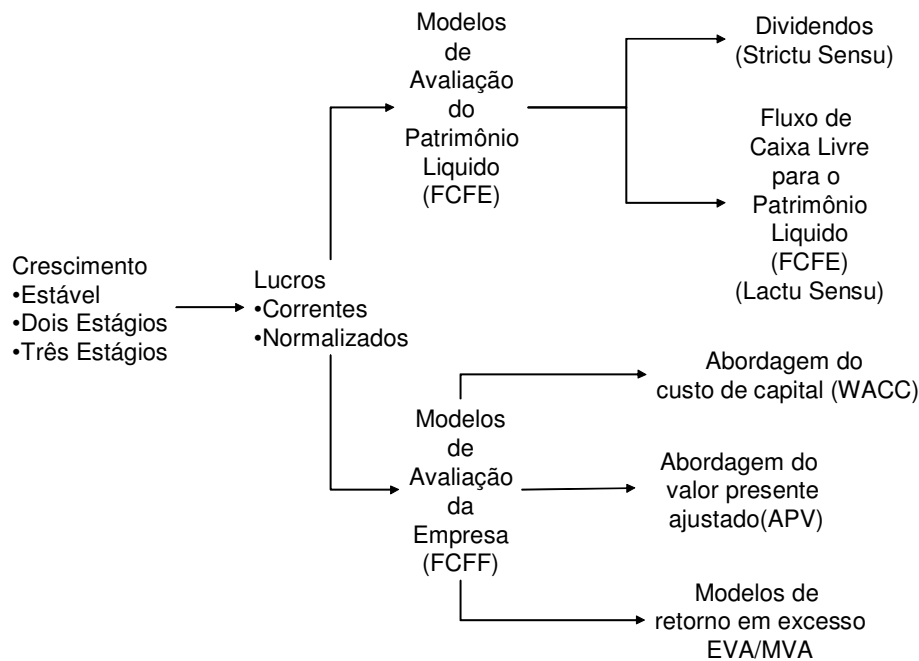


Figura 1 - Avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado
 Fonte: Adaptado de Damodaran (2007, p. 443)

A Avaliação Relativa: A Avaliação de Empresas por meio de Múltiplos

A avaliação relativa parte do princípio de que ativos semelhantes devem ter valores semelhantes. Na avaliação relativa, busca-se determinar o valor de ativos com base na precificação de ativos similares no mercado. O método de avaliação por valores relativos “procura avaliar a empresa por meio da comparação com parâmetros de outras empresas similares sob a premissa de que ativos semelhantes devem ter valores próximos” (SILVA, 2007).

O cálculo do valor de uma empresa pelo método da avaliação relativa é também conhecido como método dos múltiplos:

Consiste na obtenção de valores médios de bens equivalentes negociados no mercado e na utilização desses valores como referência ou justificativa para os preços pedidos por outros bens. Os múltiplos também são utilizados em outros mercados, como o de apartamentos. Nesse caso, o corretor calcula a média do preço por metro quadrado construído apurando transações anteriores no bairro e a aplica ao apartamento de um novo cliente. O mesmo é feito com outros imóveis como casas, terrenos e fazendas. De maneira similar, a aplicação de tal metodologia para se determinar o valor de uma empresa consiste em encontrar outra empresa idêntica, ou pelo menos comparável, obter seus múltiplos e aplicá-los aos parâmetros da empresa analisada. (MARTELANC; PASIN; CAVACALTE, 2005, p. 183-184).

Damodaran (2007, p. 163) entende que na descrição acima estão incorporados os três passos essenciais da avaliação relativa:

- i. Identificação de ativos comparáveis que sejam precificados pelo mercado;
- ii. Classificação dos preços de mercado em relação a uma variável comum para gerar preços padronizados que sejam comparáveis e
- iii. Adaptação das diferenças entre os ativos, ao comparar os seus valores padronizados.

Pode-se observar que há uma divergência entre a abordagem pelo fluxo de caixa descontado (FCD) e a avaliação relativa. Damodaran (2007) entende que se trata de uma grande diferença de ordem filosófica:

Na avaliação pelo fluxo de caixa descontado (FCD), tentamos estimar o valor intrínseco de um ativo com base na sua capacidade de gerar fluxos de caixa no futuro. Na avaliação relativa, julgamos quanto vale um ativo, analisando o que o mercado está pagando por ativos similares. Se o mercado estiver em média correto na forma como precifica os ativos, a avaliação pelo fluxo de caixa descontado (FCD) e a avaliação relativa devem convergir. Se, contudo, o mercado estiver sistematicamente superestimando ou subestimando um grupo de ativos ou um segmento inteiro, as avaliações de fluxo de caixa descontado (FCD) podem divergir das relativas. (DAMODARAN, 2007, p. 163).

Portanto as diferenças decorreriam de visões distintas da eficiência de mercado. Ou seja, na avaliação pelo fluxo de caixa descontado (FCD) entende-se que os mercados cometem erros, mas que são corrigidos com o tempo, podendo ocorrer em setores inteiros ou no mercado como um todo. Na avaliação relativa admite-se que embora os mercados cometam erros sobre ações e ativos individuais, eles acertam na média. A média do mercado está correta, portanto justifica-se o uso de índices ou múltiplos médios.

Embora o método de fluxo de caixa descontado (FCD) seja o modelo mais discutido e analisado tanto na bibliografia como em sala de aula, Damodaran (2007, p. 163) reconhece que há evidências de que a maioria dos ativos é avaliada em bases relativas:

- A maioria dos relatórios de pesquisa de ações baseia-se em múltiplos. Em um estudo informal com 550 relatórios de pesquisa de ações no início de 2001, as avaliações relativas ultrapassaram as descontadas em uma proporção de quase 10 para 1.
- Embora quase toda aquisição é suportada por uma avaliação de fluxo de caixa descontado (FCD), o valor pago é frequentemente determinado por meio de um múltiplo.
- A maioria das regras práticas dos investimentos baseia-se em múltiplos.

Essa preferência é confirmada por Póvoa (2004, p. 289):

Um método muito usado para precificação é realizá-la de forma relativa. Em outras palavras: em vez de se chegar ao que definimos como valor intrínseco (FCD), a *valuation* relativa procura precificar uma empresa vis-à-vis a comparativos padronizados de mercado.

Os principais múltiplos

Como mencionado, para comparar o valor de empresas similares no mercado há a necessidade de padronizar os valores e classificá-los em relação a uma variável comum. Damodaran (2007, p. 443) entende que no contexto dos múltiplos aplicados na avaliação relativa, pode-se usar o valor do patrimônio líquido ou da empresa como o indicador de valor e relacioná-lo a uma série de variáveis específicas de empresa – lucros, valor contábil e vendas ou múltiplos específicos como ilustrado na Figura 2.

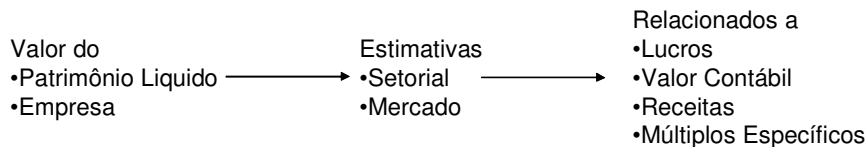


Figura 2 - Avaliação Relativa – Avaliação por Múltiplos

Fonte: Adaptado de Damodaran (2007, p. 443)

Novamente cumpre distinguir entre o valor de mercado e o valor total da empresa. O valor de mercado ou valor de bolsa da empresa é calculado pela multiplicação do preço das ações pela quantidade total de ações emitidas (MARTELANC; PASSIN; CAVALCANTE, 2005, p. 184). Ou seja:

Valor de mercado (VM) = (cotação das ações ordinárias x quantidade de ações ordinárias emitidas) + (cotação das ações preferenciais x quantidade de ações preferenciais emitidas) (4)

Já o valor total de uma empresa – também chamado de valor empresarial (VE) – considera o valor de mercado (VM) somado às dívidas financeiras subtraído do valor do disponível (entendido como potencial redutor das dívidas). Ou seja:

Valor total da empresa (VE) = VM + dívidas financeiras – disponível (5)

Martelanc;Passin;Cavalcante (2005,p. 186) alertam para o fato de que só é possível comparar o valor de uma empresa (VE) antes do efeito da dívida com indicadores operacionais também calculados antes do efeito da dívida como ativos, receita, Ebitda, Ebit, Nopat e fluxo de caixa para a empresa. Já o valor de mercado (VM) – calculado após o efeito da dívida – só pode ser comparado com indicadores calculados após o efeito das dívidas como patrimônio líquido, lucro líquido e fluxo de caixa para o acionista. Ou seja, deve-se manter bem claro na comparação por meio de múltiplos a distinção entre valores representativos para o acionista e valores representativos para empresa – valores que incluem os acionistas e os demais fornecedores de recursos (dívidas).

Desse modo os principais múltiplos válidos de acordo com Martelanc; Passin;Cavalcante (2005,p. 187-188) são:

Múltiplos de valor de mercado (VM):

- Preço/ Patrimônio Líquido (P/PL ou P/book value)
- Preço/ Lucro líquido (o famoso índice PL)
- Preço/ fluxo de caixa para o acionista

Múltiplos de valor empresarial (VE):

- VE/ativo total
- VE/valor patrimonial dos ativos
- VE/Receita
- VE/Ebitda
- VE/Ebit
- VE/Nopat
- VE/fluxo de caixa para a empresa

Múltiplos setoriais específicos:

- VE/ kWh (para empresas do setor de energia elétrica)
- Receita de vendas/ m² (para o comércio varejista, shopping centers,...).
- VE/tonelada (para empresas de transporte)

Precificação de opções (avaliação de direitos contingentes)

O recente anúncio da descoberta pela Petrobrás da reserva petrolífera no campo Tupi na Bacia de Santos chama a atenção para a avaliação pelo método de precificação de opções. Em que condições deverá a empresa empreender ou não a exploração da reserva recém descoberta? Qual seria o "valor justo" dessas reservas a ser incorporado no valor total da empresa?

Reservas minerais e patentes são exemplos de direitos contingentes (ou opções), ativos tangíveis ou intangíveis, que podem gerar retornos dentro de certas circunstâncias (contingências). Os modelos de fluxo de caixa descontado (FCD) ou de avaliação relativa tendem a atenuar o valor desses ativos na medida em que avaliam ativos com base em um conjunto de fluxos de caixa previstos e não incorporam integralmente o potencial de aprendizado no desenvolvimento desses ativos pela empresa. Desse modo uma empresa como a Petrobrás pode ajustar regularmente a exploração de novas reservas e a produção das reservas existentes em função do preço do petróleo, não se prendendo a um cronograma pré-determinado de produção.

Os modelos de direitos contingentes podem também serem aplicados em vários cenários. Ao analisarmos a opção que uma empresa tem de postergar as decisões de investimento, podemos avaliar uma patente ou um recurso natural não desenvolvido como uma opção. A opção para expansão pode levar empresas jovens com mercados potencialmente grandes a serem negociadas a um prêmio sobre os valores de fluxo de caixa descontado (FCD). Finalmente, os investidores de patrimônio líquido podem extrair valor da opção de liquidar empresas em dificuldades, com substancial dívida. (DAMODARAN, 2007, p. 444).

Os diferentes cenários de aplicação do modelo de direitos contingentes estão ilustrados na Figura 3.

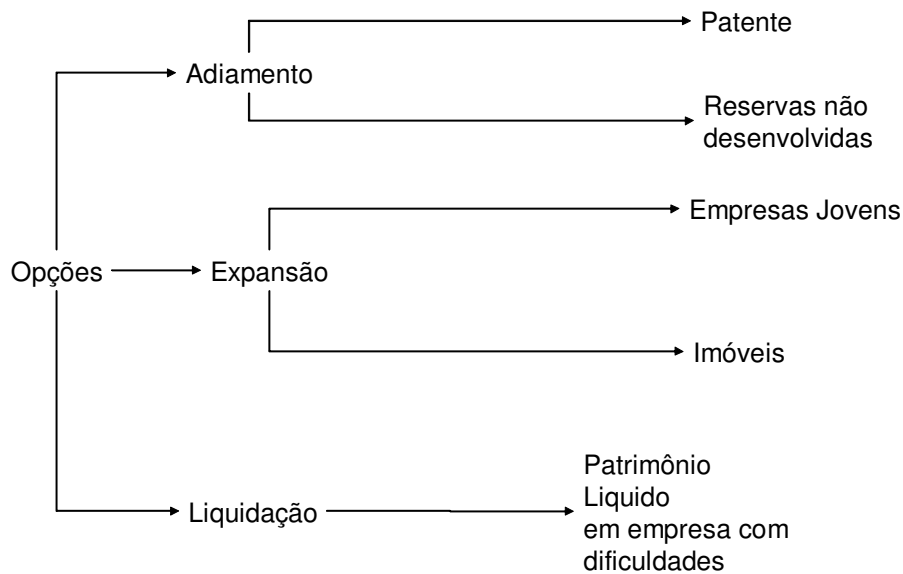


Figura 3 – Cenários de Aplicação dos Modelos de direitos contingentes
 Fonte: Adaptado de Damodaran (2007, p. 443)

A escolha da Abordagem de Avaliação

Feita a descrição das características dos principais modelos gerais (abordagens) de avaliação de empresas, a decisão de escolha de um modelo a ser utilizado é de fundamental importância. Entretanto cumpre observar que a escolha do modelo adequado depende conjuntamente de fatores relacionados à empresa sob análise e fatores relativos ao próprio avaliador.

Os modelos de avaliação são essencialmente quantitativos, entretanto o processo de avaliação contempla muitos aspectos subjetivos, inseridos nas premissas de tais modelos. Essas premissas devem ser analisadas cuidadosamente, pois são fundamentais para a qualidade do modelo e para a confiabilidade dos resultados.(MARTELANC; PASSIN; CAVALCANTE, 2005, p. 2).

Damodaran (2007, p. 444 - 446) indica que os fatores relacionados diretamente ao empreendimento são:

- A negociabilidade dos ativos
- A capacidade de geração de fluxos de caixa e
- A presença de ativos comparáveis ou não (características únicas ou características comuns)

Já os fatores atribuídos pelo analista no processo de avaliação relacionam-se com os fundamentos e premissas adotados para a análise:

- O horizonte de tempo
- A motivação da avaliação e
- As premissas sobre o funcionamento dos mercados.

A consideração conjunta das características do empreendimento com os fundamentos da análise compõem um roteiro que serve de guia para a identificação do modelo mais adequado a ser utilizado como resumido na Figura 4

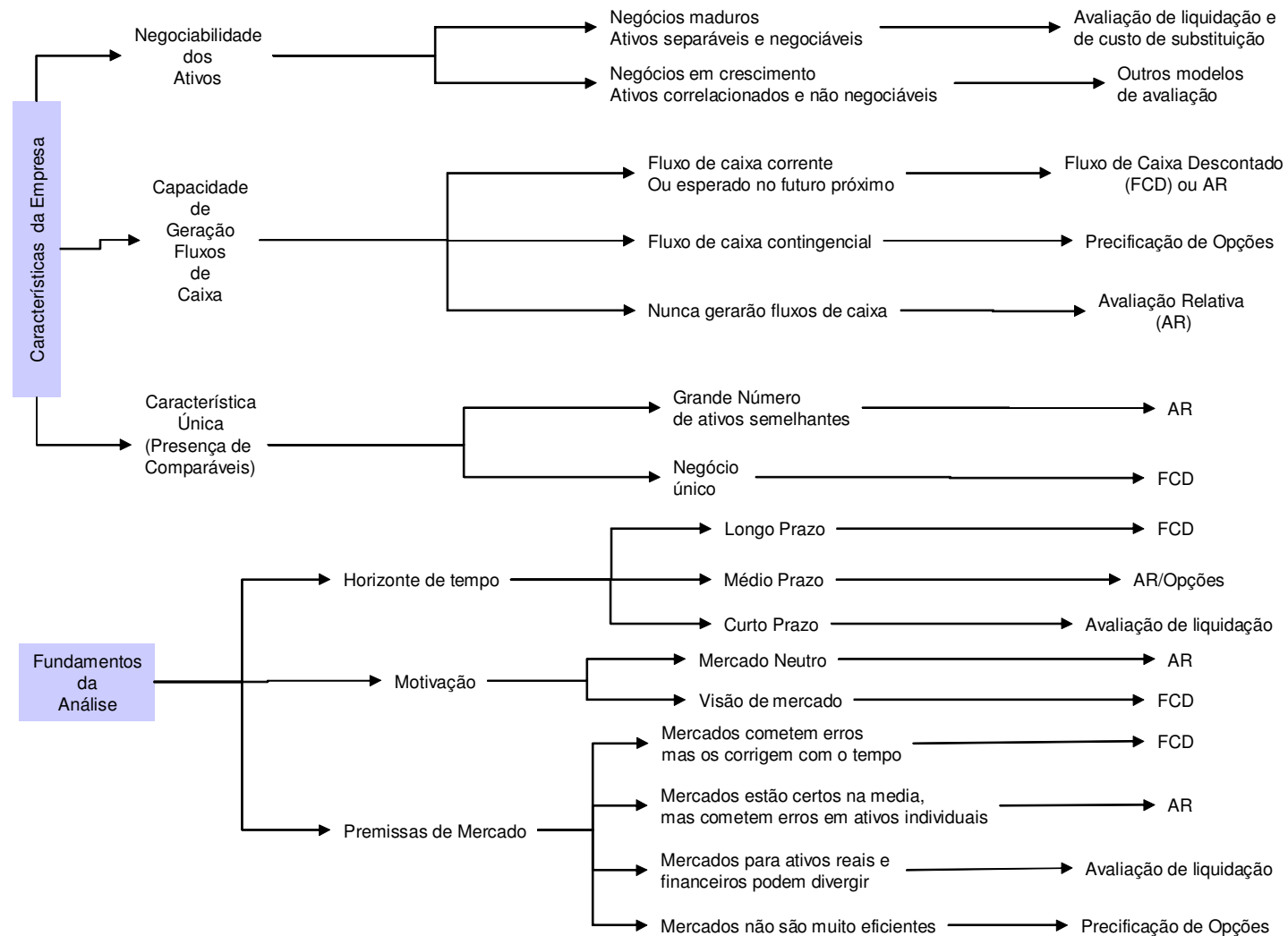


Figura 4 – A Escolha do Modelo de Avaliação: Características da Empresa e Fundamentos da Análise
 Fonte: Adaptado de Damodaran (2007, p. 444 - 446)

Qual modelo específico a ser usado?

Identificada a “melhor” abordagem de avaliação a ser utilizada deve-se adaptá-la às características específicas do empreendimento sob análise. Mas haveria o “melhor” modelo dentro da abordagem escolhida? Damodaran (2007, p. 446) responde: “Não existe o ‘melhor’ modelo. O modelo adequado para aplicação em um cenário específico dependerá de uma série de características do ativo ou da empresa sob avaliação”.

Vale observar que nenhum modelo fornece um valor preciso e único para uma empresa, mas sim uma estimativa de valor (...). Dependendo do modelo adotado, das premissas e dos cenários criados, dois avaliadores podem obter valores diferentes para a mesma empresa. Nesse sentido, a avaliação de empresas não precisa ter como objetivo a fixação de um valor exato pelo qual elas podem ser negociadas, mas sim o estabelecimento de uma faixa de valores. (MARTELANC; PASSIN; CAVALCANTE, 2005, p. 2).

A escolha do modelo “certo” do fluxo de caixa descontado (FCD)

A escolha do modelo “certo” para o uso do fluxo de caixa descontado (FCD) depende basicamente de 3 considerações:

- A escolha do fluxo de caixa a ser descontado
- A utilização de lucros correntes ou lucros normalizados e
- A identificação e escolha dos padrões, impulsionadores e fontes de crescimento (DAMODARAN, 2007, p. 446-448).

A escolha do fluxo de caixa a ser descontado refere-se à possibilidade de estimar-se um padrão de fluxo de caixa e a estabilidade do grau de alavancagem da empresa a fim de decidir entre os modelos de FCFE, FCFF e de desconto de dividendos como resumido na Figura 5.

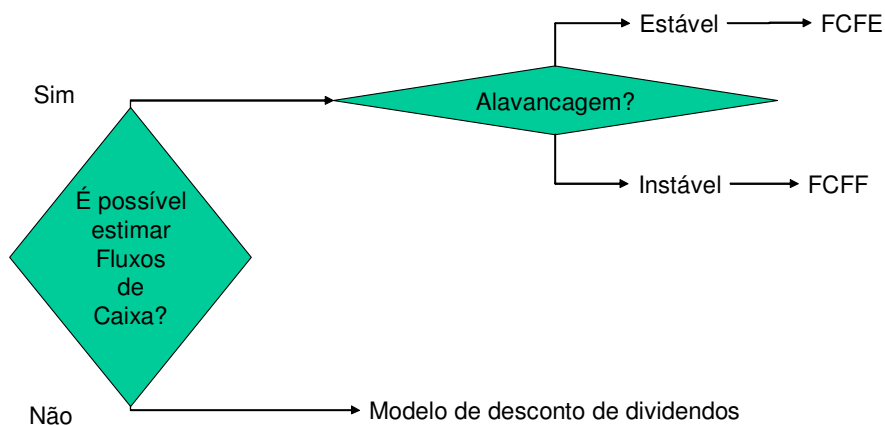


Figura 5 – O modelo do fluxo de caixa descontado (FCD) - A Escolha do fluxo de caixa a ser descontado

Fonte: Adaptado de Damodaran (2007, p. 449)

O padrão de lucratividade está associado a eventos extraordinários como ciclos econômicos, encargos imprevistos e não rotineiros ou períodos de reestruturação com que se defrontam empresas com problemas operacionais, estratégicos ou financeiros de longo prazo, empresas que operam em setores de infra-estrutura-estrutura e empresas jovens com potencial de crescimento (Damodaran, 2007, p. 447) como apresentado na figura 6:

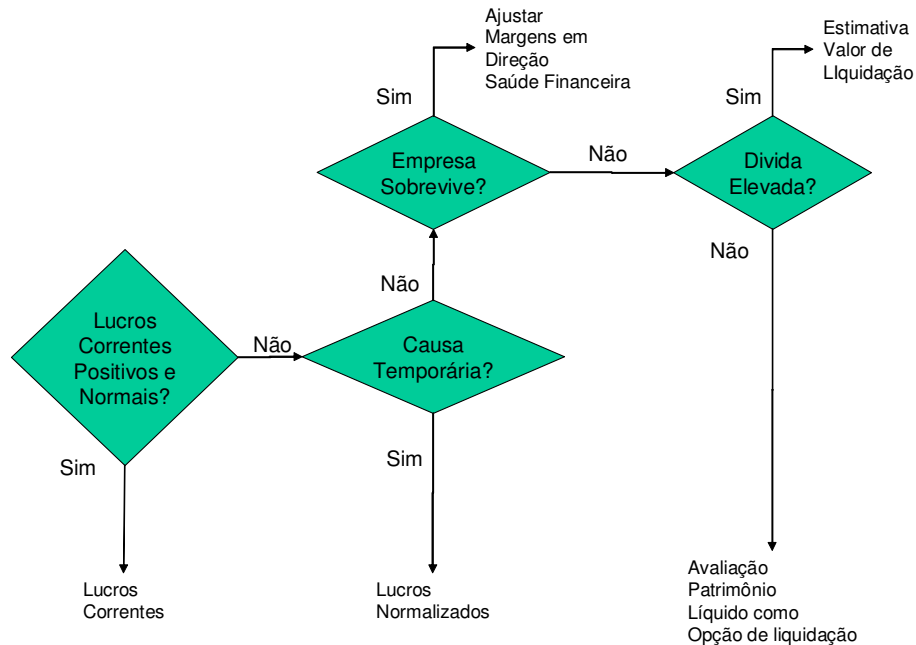


Figura 6 – O modelo do fluxo de caixa descontado (FCD) – Padrões de Lucratividade
Fonte: Adaptado de Damodaran (2007, p.449)

Padrões, impulsionadores e fontes de crescimento relacionam-se ao ciclo de vida da empresa, a taxa de crescimento de lucros e receitas previstos e a natureza das vantagens competitivas possuídas pela empresa. Este relacionamento é ilustrado na Figura 7

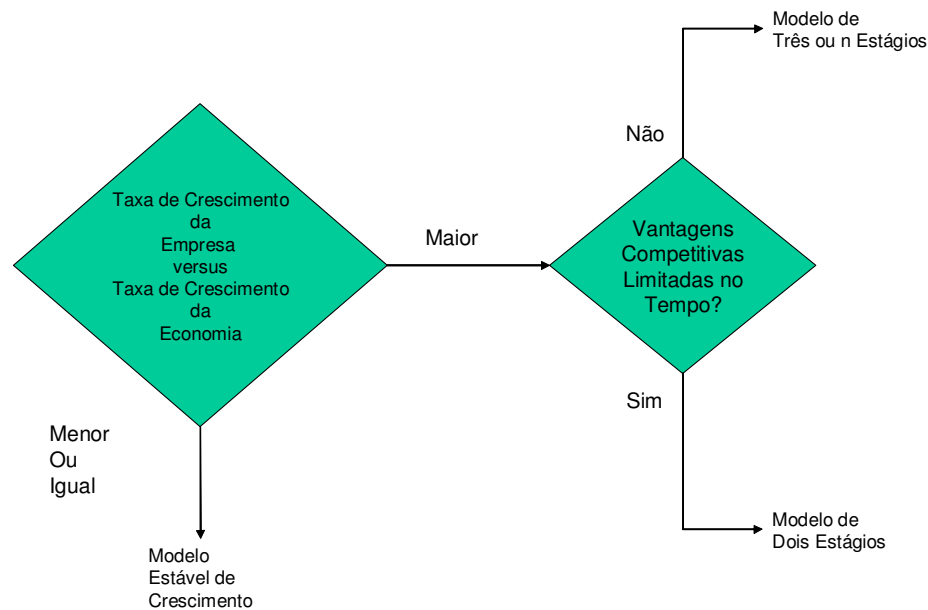


Figura 7 – O modelo do fluxo de caixa descontado (FCD) – Padrões, Impulsionadores e Fontes de Crescimento

Fonte: Adaptado de Damodaran (2007, p. 449)

O modelo “certo” de avaliação relativa

A escolha da abordagem da avaliação relativa implica em duas decisões básicas: a escolha de um múltiplo ou um conjunto de múltiplos e se serão múltiplo ou múltiplos do mercado como um todo ou múltiplos setoriais. Dada a grande variedade de múltiplos e a ampla diversidade na sua construção é muito provável que os valores de avaliação obtidos serão diferentes em função do múltiplo escolhido. Qual o melhor múltiplo?

Damodaran (2007, p. 450) apresenta três maneiras de identificar o melhor múltiplo:

- i.) Deve-se considerar o uso da variável mais correlacionada ao valor da empresa (abordagem dos fundamentos);
- ii.) O múltiplo com o maior R^2 das regressões de cada múltiplo contra os fundamentos deve ser o múltiplo utilizado para avaliar as empresas desse setor (abordagem estatística)
- iii.) Com o tempo, geralmente constata-se a prevalência de um múltiplo específico para um determinado setor (abordagem convencional de múltiplos)

Em um mundo ideal, devemos ver as três abordagens convergirem – o fundamento que melhor explica o valor deve também ter o maior R^2 e ser o múltiplo convencional usado no setor. De fato, quando o múltiplo em uso convencionalmente não refletir os fundamentos, o que pode acontecer se o setor estiver em transição ou em evolução, obteremos estimativas distorcidas de valor (DAMODARAN, 2007, p. 450).

Conclusões sobre os métodos de avaliação

Pode-se concluir que se não é possível identificar-se o “melhor” modelo específico nem a melhor abordagem (modelo geral) pode-se argumentar que existiria um modelo “mais adequado” que reuniria as características da empresa ou negócio com os fatores atribuídos pelo analista no processo de avaliação (fundamentos ou premissas da análise).

(...) as diversas alternativas de avaliação não são conflitantes entre si ou substitutivas umas das outras, como às vezes vemos acadêmicos e profissionais afirmarem (...) e sim complementares umas das outras, visões diferentes do mesmo objeto. A

integração entre todas as formas é absolutamente viável e evidenciável, teórica e praticamente. (MARTINS, E., 2001, p.21-22).

Os modelos tendem a serem eminentemente quantitativos, mas a escolha do modelo “mais adequado” irá depender das características da empresa sendo avaliada e das premissas usadas pelo analista sobre o comportamento do mercado. Portanto é de se esperar que para diferentes avaliadores corresponderão distintas avaliações embora em um mundo ideal todas as abordagens deveriam convergir para um “único” valor intrínseco.

Referências Bibliográficas

- ANDRADE, Cyro. Homo sapiens no mercado. **Valor Econômico**, São Paulo, 24, 25 e 26 de ago. 2007. Fim de semana, Caderno EU&, p.8 – 11.
- CARVALHO, Fabio. É sempre importante dirigir um carro olhando para frente. Palavra do Gestor. **Valor Econômico**, São Paulo, 14 de jun. 2005.
- DAMODARAN, Aswath. **A avaliação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- FARIA, Ana Cristina de. Integrando as opções de Avaliação in MARTINS, Eliseu (org.) **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.
- GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 2002.
- HOUAISS, Antonio; VILLAR, Mauro de Salles; FRANCO, Francisco Manoel de Mello. **Minidicionário da Língua Portuguesa**. Rio de Janeiro: Objetiva, 2003.
- MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; CAVALCANTE, Francisco. **Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e gestão de valor** - São Paulo: Pearson Prentice-Hall, 2005.
- MARTINS, Eliseu (org.). **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.
- PÓVOA, Alexandre. **Valuation: Como precificar ações**. São Paulo: Globo, 2004.
- SILVA, André Delben. Como realmente calcular o valor de uma empresa? Palavra do Gestor. **Valor Econômico**, São Paulo, 16 de out. 2007. Caderno EU&, p.D2.
- WESSELS, Walter J. **Microeconomia** : teoria e aplicações. São Paulo: Saraiva, 2002.