

# **UTILIZAÇÃO DE METODOLOGIAS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: RESULTADOS DE UMA PESQUISA NO BRASIL**

## **AUTORES**

**ROY MARTELANC**

Universidade de São Paulo  
rmartela@usp.br

**JULIANA SEWRUK TRIZI**

Universidade de São Paulo  
jtrizi@hotmail.com

**ANDRÉ AUGUSTO SPICCIATI PACHECO**

Universidade de São Paulo  
andre.pacheco@arnaud-co.com

**RODRIGO MAIMONE PASIN**

Universidade de São Paulo  
rpsin@uol.com.br

## **RESUMO**

As operações de fusões e aquisições (F&A) têm se tornado um importante meio de execução de estratégias corporativas e de realocação de recursos na economia global nos últimos anos. Para que estas operações se concretizem, é necessário que as partes envolvidas consigam mensurar em termos quantitativos os efeitos de suas estratégias. É neste contexto que as metodologias de avaliação de empresas são utilizadas, como uma ferramenta de mensuração de valor. Este artigo é resultado de uma pesquisa realizada entre março e novembro de 2004, que teve como objetivo identificar as principais metodologias de avaliação de empresa utilizadas em bancos e consultorias no Brasil. Além disso, objetivou-se encontrar as principais dificuldades dos profissionais em avaliar empresas num ambiente instável e com pouca liquidez como o brasileiro. Para alcançar estes objetivos, foi realizada uma pesquisa em profundidade com 29 profissionais que trabalham no ramo de fusões e aquisições e private equity dos principais bancos de investimento e consultorias financeiras atuantes no Brasil. Uma pesquisa realizada na Universidad Torcuato di Tella, na Argentina também foi utilizada de forma a comparar seus resultados com as nossas informações coletadas. Percebeu-se que profissionais de países emergentes como Argentina e Brasil compartilham das mesmas dúvidas e limitações ao avaliar empresas utilizando métodos importados de países desenvolvidos.

## **ABSTRACT**

Mergers and Acquisitions (M&A) transactions have been an important part of corporate strategy and resource allocation in the global economy for the past years. In order to these transactions take place, it is necessary the parts involved being able to measure quantitatively the effects of their strategies. It is in this context that company valuation methodologies had

been developed, as a tool for value assessment. This article is the result of a research, developed between March and November 2004, which aimed to identify the main methodologies of valuation used in banks and consulting companies in Brazil. Furthermore, it was also aimed to find the main difficulties of financial professionals when it comes to value companies in such an instable and low liquid market as the Brazilian. In order to achieve these objectives, it was accomplished an in-depth survey with 29 professionals of mergers and acquisitions and private equity of the main investment banks and financial consulting companies in Brazil. A survey of Universidad Torcuato di Tella in Argentina was utilized as a way to compare their outcomes with the collected information. We observed that professionals working in emerging markets as Argentina and Brazil share the same doubts and limitations when valuating companies with imported methods of developed countries.

**Palavras-chaves:** avaliação de empresas; fluxo de caixa descontado; múltiplos

# UTILIZAÇÃO DE METODOLOGIAS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: RESULTADOS DE UMA PESQUISA NO BRASIL

## 1. INTRODUÇÃO

As operações de fusões e aquisições (F&A) tem se tornado um importante meio de execução de estratégias corporativas e de realocação de recursos na economia global nos últimos anos. Além das próprias empresas envolvidas no processo, toda uma infra-estrutura foi sendo montada para atender as operações de F&A, incluindo a participação de bancos de investimento, advogados, consultores e boutiques financeiras.

A avaliação de empresas é uma das principais atividades dentro do processo de negociações de fusões e aquisições. Empresas compradora e vendedora envolvidas no processo objetivam encontrar uma faixa de referência que reflita o 'valor justo' da empresa em questão, isto é, um valor que represente o potencial da empresa de gerar resultados futuros.

As abordagens metodológicas de avaliação de empresas mais utilizadas têm sido: Fluxo de Caixa Descontado (FDC), EVA/MVA e Múltiplos ou Avaliação Relativa. A atividade de avaliação de empresas objetiva reunir teoria acadêmica, bom-senso empresarial e experiência prática, constituindo-se em uma tentativa de combinar ciência com arte. Apesar de os modelos de avaliação de empresas serem essencialmente quantitativos, não podem ser considerados muito objetivos, pois nenhum modelo fornece um valor preciso, único e imutável para uma empresa e sim uma estimativa de valor.

O valor de uma empresa pode mudar dependendo das premissas adotadas e dos modelos e cenários adotados. Além disso, é importante considerar a influência que cada um dos lados de uma operação de F&A pode ter em uma avaliação já que para o comprador interessa determinar o valor mínimo que poderia ser pago por uma empresa e para o vendedor interessa determinar o valor máximo aceitável para negociá-la.

Por mais teorias de avaliação de empresas que possa haver disponíveis no mercado, a simples importação de metodologias para o ambiente de países emergentes pode levar a imprecisões na estimativa de valores de empresas brasileiras, com modelos conceitualmente bem estruturados sendo aplicados sobre bases ainda frágeis e instáveis.

## 2. OBJETIVO E METODOLOGIA

Este estudo tem como objetivo mapear as escolhas metodológicas das instituições e de seus analistas, bem como sua associação com condições específicas de finalidade de avaliação e de tipo de empresa avaliada.

Para elaboração deste trabalho, foi realizada uma pesquisa qualitativa, descritiva e exploratória. Empregou-se entrevistas em profundidade com uma amostra limitada de 29 profissionais que atuam nas áreas de fusões e aquisições e private equities dos principais bancos de investimento e consultorias financeiras atuantes no Brasil.

Utilizou-se uma amostra não probabilística, cujos resultados indicaram uma sinalização de tendências apenas, sem a possibilidade de inferências estatísticas. Este método geralmente não proporciona representatividade para análise estatística, mas é poderoso no que tange a prospectar respostas mais detalhadas dos entrevistados e descobrir motivações por trás destas.

Os dados foram coletados por meio de um roteiro de questionário. Após a coleta de dados, os questionários foram organizados de modo a identificar respostas incompletas ou inconsistentes. A consolidação e interpretação das respostas obtidas possibilitou não apenas identificação de principais técnicas utilizadas na avaliação de empresas, mas também

entendimento do raciocínio acerca das escolhas de uso de métodos pelos profissionais entrevistados.

Nos itens a seguir, são apresentados os principais tópicos de metodologia de avaliação de empresas. Dada a peculiaridade do tema, optou-se pela alternativa não convencional de fundir, tópico a tópico, uma rápida revisão bibliográfica, os resultados de campo e sua análise.

### 3. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA E RESULTADOS

#### A finalidade da avaliação de empresas

O alto crescimento das operações de fusões e aquisições no mundo registrado nos últimos anos, resulta em maior valor atribuído à atividade de avaliação de empresas e seus resultados. Disso decorre o fato de uma das principais funções da avaliação de empresas ser fornecer uma faixa de referência de valor da empresa que servirá como base nas negociações de fusões e aquisições. A Tabela 1 mostra que, para os entrevistados, as atividades de reestruturação empresarial correspondem a 53,8% das avaliações efetuadas.

*Tabela 1 – Finalidade da avaliação*

<b>Finalidade</b>	<b>Respostas</b>	
Assessoria em fusões e aquisições	23	22,1%
Assessoria de compra e venda de participações minoritárias	20	19,2%
Abertura e fechamento de capital	11	10,6%
Liquidação judicial	2	1,9%
<b>Reestruturação da empresa</b>		<b>53,8%</b>
Análise de parcerias e joint ventures	19	18,3%
Análise de viabilidade de projetos de investimento	14	13,5%
Financiamento, crédito e emissão de debêntures	3	2,9%
<b>Investimento e financiamento</b>		<b>34,6%</b>
Análise de gestão de valor	5	4,8%
Planejamento fiscal	1	1,0%
<b>Gestão da empresa</b>		<b>5,8%</b>
Determinação de preço de compra e venda de ações	6	5,8%
<b>Mercado secundário</b>		<b>5,8%</b>
<b>TOTAL (mais de uma resposta por respondente)</b>	<b>104</b>	<b>100,0%</b>

Uma importante aplicação da metodologia de avaliação de empresas é no desenvolvimento de projetos de investimento estratégicos, atividade que costumeiramente inclui o projeto de financiamento associado. Esta finalidade foi apontada por 34,6% dos respondentes.

Outra aplicação importante, segundo Damodaran (1997), é avaliar o impacto das decisões estratégicas, financeiras e operacionais na consecução do objetivo principal da empresa: a maximização do valor. Mais uma finalidade é a estimação do preço de ações no seu mercado secundário. Cada uma destas duas finalidades teve 5,8% das respostas.

Esta baixa porcentagem deve ser considerada à luz do perfil dos entrevistados, compostos por profissionais das áreas de fusões e aquisições de bancos de investimento e boutiques de fusão e aquisição. Este perfil profissional e de finalidade da avaliação condiciona a análise das demais respostas.

#### Os Métodos de Avaliação de Empresas

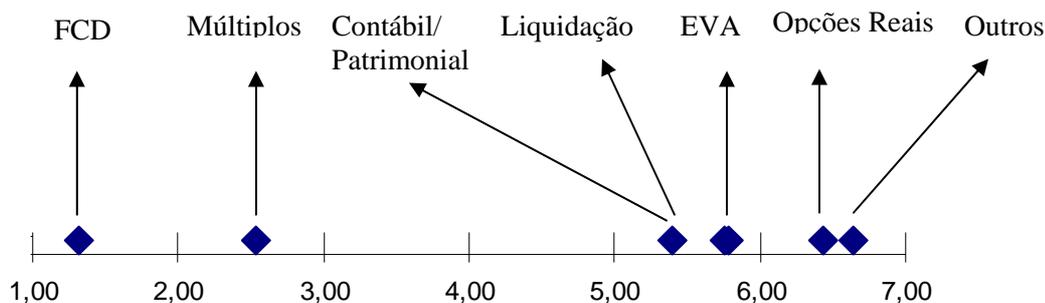
As escolhas metodológicas devem ser coerentes com a finalidade da avaliação e com as especificidades da empresa avaliada para que esta possa chegar a uma conclusão que reflita

o seu valor real. A aplicação equivocada de metodologias num processo de avaliação pode gerar resultados destoantes da realidade e acarretar significativas perdas. As metodologias mais utilizadas para se avaliar empresas são:

- Contábil/Patrimonial. Paiva (2001) considera a avaliação pelo valor contábil o método mais direto para se avaliar empresas, pois se baseia apenas nas informações fornecidas pelo Balanço. A limitação deste método, entretanto, refere-se ao valor dos ativos e passivos serem baseados em seus custos históricos, podendo divergir muito dos valores de mercado. Os dados do Balanço não refletem também ativos intangíveis valiosos, como marca, reputação da empresa, recursos humanos, etc.
- Valor de Liquidação, indicado apenas para casos específicos, como a liquidação de uma empresa ou em situações em que os ativos a serem liquidados tenham mais valor do que o valor presente dos rendimentos futuros da empresa.
- Múltiplos ou Avaliação Relativa. A grande popularidade e utilização da avaliação por múltiplos se deve a sua simplicidade, necessidade de poucas informações (uma avaliação baseada em múltiplos necessita de apenas dois dados, um indicando o valor de uma empresa semelhante e outro um valor de referência como: Vendas, EBITDA, Lucro); e rápida precificação de novas informações (esta avaliação incorpora diariamente informações do mercado no valor das empresas abertas, refletindo melhor as constantes mudanças do mercado).
- Fluxo de Caixa Descontado (FCD). A avaliação por FCD está fundamentada no conceito de que o valor de uma empresa está diretamente relacionada aos montantes a às épocas nas quais os fluxos de caixa operacionais estarão disponíveis para distribuição e pode ser considerada a metodologia mundialmente mais utilizada na precificação de empresas e ativos. Os fluxos de caixa projetados dependerão da projeção de receitas, margens e investimentos, e da estimação de uma apropriada taxa de custo de capital, todas decisões de elevado impacto no cálculo do valor da empresa. Esta abordagem é a mais coerente conceitualmente, mas também a mais vulnerável à interferência, consciente ou inadvertida, do avaliador.
- EVA<sup>®</sup>. Desenvolvido pela consultoria Stern Stewart & Co, o *Economic Value Added* é, não só um indicador de desempenho, mas também uma ferramenta de gestão. Teoricamente, o *Economic Value Added* é “uma medida fundamental de desempenho corporativo, que é calculada considerando-se a diferença entre o retorno do capital e o custo de capital, e multiplicada pelo capital investido no começo do ano” (Stewart, 1991). O retorno de capital a que se refere Stewart é o lucro econômico, mais conhecido como lucro residual que resta depois dos impostos. O custo de capital inclui o custo de capital de terceiros, que são os juros de empréstimos de curto e longo prazo, por exemplo, e o custo do capital próprio, que é o retorno esperado pelos investidores. Por partir de técnicas semelhantes, tanto o EVA quanto método do Fluxo de Caixa Descontado sofrem das mesmas limitações.
- Opções Reais. Sendo o menos difundido dos métodos, aplica-se na avaliação de projetos de investimento cuja viabilidade depende da ocorrência de certos acontecimentos em que haja incerteza. Segundo Damodaran (1997), a teoria de precificação de opções tem larga aplicabilidade em avaliação, especialmente em contextos em que a avaliação tradicional pelo método do FCD e por múltiplos não conseguem captar o valor da flexibilidade. Ele aponta três aplicações específicas do modelo de precificação de opções utilizados: o patrimônio líquido é avaliado como opção de compra sobre a empresa, os ativos de recursos naturais podem ser analisados como opções e uma patente pode ser avaliada como uma opção sobre o produto. Devido à complexidade dos cálculos e dificuldade de se encontrar opções reais no mundo real, a avaliação de empresas por esta metodologia é a menos utilizada e a menos conhecida no mercado financeiro.

Como já era esperado, o Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é o preferido pelos entrevistados, seguido pelos múltiplos. A Figura 1 mostra a preferência pelos métodos, apontada em uma escala semântica com 1 para o método mais freqüente e 7 para o mais freqüente. É interessante notar a distância que aparece na escala semântica entre esses dois métodos e os demais, indicando que a maioria das pessoas irá ou se basear em comparativos de mercado para definir um preço relativo, ou projetar um fluxo de caixa.

**Figura 1 - Frequência de Utilização de Métodos de Avaliação de Empresas**



A escolha do FCD e múltiplos como métodos preferidos pelos entrevistados pode ser relacionado com a questão da disponibilidade de informações e tempo. Os respondentes dizem preferir os múltiplos quando existem muitas empresas comparáveis e dados de transações confiáveis no mesmo setor, e quando não há muito tempo disponível para fazer uma análise mais profunda. Já o FCD é preferido em situações em que um maior grau de análise e detalhamento das informações da empresa é exigido.

O valor da empresa está relacionado com diversos fatores que ela pode controlar ou influenciar segundo Damodaran (1997), sendo que as principais são: “quem está avaliando (sob a ótica do comprador, vendedor ou de um analista ‘neuro’), suas preferências, valores, interesses, objetivos pessoais, o contexto em que a avaliação está sendo feita (momento histórico, político, social, pessoal, etc.)”. Deste modo, mesmo que ocorra a utilização de métodos quantitativos de avaliação, a escolha dos dados de entrada a serem utilizados dependerá do julgamento do profissional responsável pelo modelo de avaliação.

Este problema, que afeta mais as abordagens analíticas, como o FCD, pode ser atenuado combinando este método com o uso de avaliação relativa. De fato, a maior parte dos avaliadores utiliza dois ou até três métodos, como mostrado na Tabela 2.

**Tabela 2 – Número de métodos utilizados**

Número de métodos	Respostas	
1 método	4	13,8%
2 métodos	17	58,6%
3 métodos	8	27,6%
<b>TOTAL</b>	<b>29</b>	<b>100,0%</b>

Também foi apontado que a qualidade da avaliação é diretamente proporcional à qualidade dos dados, informações e do tempo despendido em compreender a empresa a ser avaliada. Logo, a preocupação em se avaliar uma empresa não deve estar concentrada apenas no resultado final, mas sim em todo o processo de avaliação que, se bem feito, diminuirá as chances da geração de resultados distorcidos.

## O Horizonte de Projeto e o Valor Residual

Considerando que as empresas têm vidas de duração indefinida, há a necessidade de se definir um horizonte de projeção dos fluxos de caixa futuros da empresa. A escolha do horizonte de projeção dos fluxos de caixa da empresa não tem uma regra definida, dependendo de dois fatores:

- A duração da fase transiente, na qual a empresa faz investimentos expressivos, modifica a sua forma de operação ou tem crescimento que não será perpetuado. Os entrevistados informaram que, em especial, projetos com vida definida, como concessões públicas, são projetados por todo o período da concessão, que pode ser de algumas décadas.
- Incerteza. A incerteza traz maior dificuldade de prever o fluxo e caixa e, conseqüentemente, exige o uso de taxas de desconto maiores. Ambos os fatores tornam improdutivo o uso de horizontes de projeção mais longos.

A maior parte das respostas se situou entre os cinco e os dez anos, exceto no caso das concessões, e agora, das PPPs.

Ao final deste horizonte, quando cabível, é adicionado o valor residual do fluxo de caixa. Este é um dos itens de maior importância na valoração pelo FCD, representando o valor do fluxo de caixa previsto da empresa para além do período de previsão explícita (Copeland, 2001). É importante que o cálculo do valor residual tenha tanta importância quanto aos outros itens do processo de avaliação, já que frequentemente uma parcela significativa do valor presente da empresa provém deste valor final. A Tabela 3 mostra o resultado.

*Tabela 3 – Estimação do valor residual*

Método	Respostas		
Perpetuidade com crescimento	27	57,4%	84,4%
Perpetuidade sem crescimento	5	10,6%	15,6%
<b>Valor presente da perpetuidade</b>		<b>68,1%</b>	<b>100,0%</b>
Múltiplo	12	25,5%	
Valor de liquidação	2	4,3%	
Outros	1	2,1%	
<b>Outras abordagens</b>		<b>31,9%</b>	
<b>TOTAL (mais de uma resposta por respondente)</b>	<b>47</b>	<b>100,0%</b>	

Das respostas, 68,1% afirmam a estimativa do valor residual pelo valor presente da perpetuidade. Destes, 84,4% inclui, no cálculo, o crescimento esperado do fluxo de caixa após o horizonte de projeção. O uso da perpetuidade com crescimento reflete a recomendação da maioria dos livros texto, mas contém uma armadilha: o crescimento baseado em expansões com VPL nulo não pode ter valor. Apenas a consideração da rentabilidade da expansão, e na medida em que ela for superior ao custo de capital corrige este problema, como recomendado em Copeland (2001). Nenhum dos respondentes mencionou esta abordagem.

Destaque deve ser dado também ao uso de múltiplos, em 25,5% das respostas. Neste caso, deve ser lembrado que, após 5 a 10 anos, o múltiplo possivelmente não será mais o mesmo da atualidade, devendo refletir as condições do mercado da época, em especial o crescimento da receita a margem operacional. Tendo sido a projeção do fluxo de caixa adequadamente feita, os fluxos dos últimos anos refletem mais essa realidade do que os múltiplos atualmente em vigor.

## A Coerência entre o Fluxo de Caixa e a Taxa de Desconto

Há dois pontos de vista, em princípio ambos válidos, para a projeção do fluxo de caixa livre: o da empresa e o dos seus sócios. A Tabela 4 mostra as escolhas dos respondentes.

**Tabela 4 – Fluxo de Caixa Utilizado**

<b>Fluxo de caixa</b>	<b>Respostas</b>	
Da empresa	19	65,5%
Dos sócios	8	27,6%
Depende	2	6,9%
<b>TOTAL</b>	<b>29</b>	<b>100,0%</b>

Os argumentos para escolha de um ou outro ponto de vista são associados à estabilidade e previsibilidade do nível de endividamento da empresa. Entretanto não foram coerentes. A instabilidade do endividamento foi justificativa tanto para a escolha do ponto da empresa como dos sócios, o que mostra uma não acomodação em relação ao conceito de estrutura fixa de capital, associada a dúvida de como proceder nesse caso.

Seja qual for a escolha, a taxa de custo de capital deve ser coerente com o tipo de fluxo de caixa. Pode se utilizar o fluxo de caixa da empresa, descontado pelo custo médio ponderado de capital. Pode se utilizar o fluxo de caixa dos sócios, descontado pelo custo de capital próprio. Não é possível, e não foi detectado nas entrevistas, mesclar estes dois pontos de vista.

Uma segunda forma de necessidade de coerência é em relação à moeda. Se o fluxo de caixa livre for expresso em termos nominais (incluindo a inflação), é necessário que a taxa de desconto também seja nominal e vice-versa.

A preferência pelo tipo de moeda (real ou nominal) para a projeção dos fluxos de caixa e cálculo da taxa de desconto não está definida, com aproximadamente o mesmo número de praticantes de cada lado. 44,8% dos entrevistados afirmaram utilizar moeda real para a projeção dos fluxos de caixa e cálculo da taxa de desconto contra 41,4% que afirmaram utilizar moeda nominal, como apresentado na Tabela 5.

**Tabela 5 – Moedas utilizadas no fluxo de caixa e na taxa de desconto**

<b>Moeda utilizada na projeção do fluxo de caixa</b>	<b>Moeda utilizada na taxa de desconto</b>			
	<b>Real</b>	<b>Nominal</b>	<b>Tanto faz</b>	<b>Total</b>
Moeda real	13	2	-	<b>15</b>
Moeda nominal	-	12	-	<b>12</b>
Tanto faz	1	-	1	<b>2</b>
<b>Total</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>1</b>	<b>29</b>
Moeda real	44,8%	6,9%	-	<b>51,7%</b>
Moeda nominal	-	41,4%	-	<b>41,4%</b>
Tanto faz	3,4%	-	3,4%	<b>6,9%</b>
<b>Total</b>	<b>48,3%</b>	<b>48,3%</b>	<b>3,4%</b>	<b>100,0%</b>

Poucos entrevistados desconhecem a necessidade de coerência entre as moedas do fluxo de caixa e do custo de capital. Entretanto, duas pessoas informaram utilizar moeda real no fluxo e nominal na taxa, o que claramente gera subavaliações das empresas. Uma outra, afirmou utilizar taxa real e fluxo de caixa em qualquer das duas moedas, o que gera superavaliações quando o fluxo de caixa não está em moeda real. A quarta pessoa destoante foi coerente, afirmando que tanto faz qual das duas moedas seja utilizada, desde que seja a mesma para o fluxo e para a taxa. Três casos em 29 é uma proporção exageradamente elevada de avaliações metodologicamente incoerentes. Esta constatação lembra, mais uma vez, a necessidade de recorrer a profissionais efetivamente qualificados para dar suporte a operações de elevado valor como fusões e aquisições.

Há defensores da moeda real e da nominal. Durante as entrevistas, percebeu-se que aqueles que optavam pela moeda real o faziam com o intuito de simplificar a avaliação.

Também argumentaram que, sendo virtualmente impossível prever a inflação para um período de muitos anos, é mais realista considerar a inflação como tendo sido neutra a médio prazo. Adicionalmente, a moeda real fornece uma visão mais intuitiva da evolução dos números e da estratégia da empresa, fazendo com que as projeções sejam mais fáceis de comunicar a terceiros e mais úteis na definição da estratégia da empresa.

É claramente necessário, mesmo que se opte pela moeda real, considerar eventuais efeitos não neutros da inflação. Ao se desconsiderar a inflação em uma avaliação também se perde parte do poder de análise principalmente se a empresa avaliada operar em mercados com alta instabilidade econômica e/ou em mercados em que os preços de produtos e serviços sejam regulados de tal forma que a inflação não possa ser repassada imediatamente.

Os ajustes necessários para que se faça uma avaliação correta utilizando-se moeda real são tantos que, na prática, a avaliação pode se tornar mais complexa do que uma que utilize moeda nominal. Além dos ajustes na taxa de desconto deve-se também ajustar os valores de juros da dívida (para juros reais), amortizações, depreciação, dívidas indexadas, tributos, além de outras contas que sejam geradas antes da data em que efetivamente afetam o fluxo de caixa.

Ficou claro nas entrevistas que a escolha entre uso de moeda constante ou nominal ainda causa dúvida entre os analistas. Isto é preocupante, pois o mau uso da moeda real ou nominal pode causar erros no modelo e distorções no valor final de empresa.

### **A Taxa de Desconto**

Como lembrado por Damodaran (1999), a estimação da taxa de desconto é uma das mais delicadas etapas da avaliação, refletindo aspectos de natureza subjetiva e variável do investidor, tais como custo de oportunidade e a percepção particular do risco do investimento. Não raro a discussão final sobre o valor da empresa se dá por ocasião da escolha da taxa, etapa que reflete a necessidade de negociação do preço a ser pago.

Pesquisa realizada por Pereiro (2001) mostra que os analistas em países emergentes como Argentina e Brasil compartilham dúvidas em assuntos parecidos, ainda mais no que tange a componentes do cálculo do custo de capital, que precisam ser ajustados em função do país em que a empresa está inserida. Este resultado sinaliza que mesmo várias teorias estando disponíveis no mercado para auxiliarem os analistas com estas dificuldades, as dúvidas persistem em grande magnitude.

Damodaran (1999), Copeland (2001) e Ross (1995) recomendam a utilização do CAPM (Capital Asset Pricing Model) na mensuração do custo de capital próprio, pois é ajustado ao risco e leva em conta a inflação esperada.

A Tabela 6 mostra as formas citadas de obtenção dos componentes do CAPM. Como se vê, não há uniformidade na estimação destes parâmetros, o que amplia desnecessariamente a heterogeneidade das avaliações que são feitas.

**Tabela 6 – Formas de Estimação dos Componentes do CAPM**

<b>Retorno livre de risco</b>	<b>Prêmio de risco de mercado</b>	<b>Prêmio de risco soberano</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• US Treasury 10 anos</li> <li>• US Treasury 30 anos</li> <li>• Selic, CDI, CDB</li> <li>• Título brasileiro negociado no exterior</li> <li>• Global 27</li> <li>• Título brasileiro negociado no exterior</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ibbotson</li> <li>• Bovespa, FGV</li> <li>• Valor dado pelo research do banco (não muda)</li> <li>• Histórico do SP500 contra o T-Bond</li> <li>• Média geométrica histórica do mercado acionário americano (fonte: Damodaran)</li> <li>• Estudo acadêmico - Sanvicente</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ibbotson</li> <li>• Últimos 12 meses do Embi Brasil</li> <li>• Sem metodologia formal, palpite</li> <li>• Não utiliza</li> </ul>

Todos os entrevistados consideram o risco país quando da estimação do custo de capital e não do fluxo de caixa. A divergência surge na estimativa deste prêmio, como mostrado na Tabela 7.

**Tabela 7 – Estimação do prêmio de risco país**

<b>Estimação do risco país</b>	<b>Respostas</b>	
Média de prêmios passados	14	48,3%
Prêmio atual	9	31,0%
Estimativa de prêmios futuros	4	13,8%
Indiferente	2	6,9%
<b>TOTAL</b>	<b>29</b>	<b>100,0%</b>

A maior parte dos respondentes (48,3%) considera a média de uma série passada de prêmios de risco país como sendo a melhor projeção deste mesmo prêmio. Um dos maiores motivos citados para a utilização de dados passados foi em função da alta volatilidade do risco país no Brasil, o que faz com que muitos analistas utilizem uma média de período passado de modo a suavizar as oscilações. A maior crítica a esta metodologia é o fato de, neste caso, estar se considerando um dado passado num modelo de avaliação que requisita dados de projeção para períodos futuros.

Verificou-se também que 13,8% dos respondentes utilizam o risco país projetado por economistas ou bancos. O argumento é o uso de taxas projetadas mais coerentes com as perspectivas da situação econômica do país para os próximos anos. Além deste tipo de projeção ser difícil, ele embute a presunção, arbitrável, de que a aposta feita é melhor que a da média das instituições que operam nesse mercado, devidamente incorporada ao preço atual dos papéis.

Os autores tiveram oportunidade de defender que a taxa a ser utilizada deva ser a do risco país mensurado no dia da avaliação, já que tanto o retorno quanto o risco do título refletem a percepção do mercado do dia quanto ao futuro do país emissor, até o vencimento do papel (Martelanc, Pasin e Cavalcante, 2004). Esta postura é acompanhada por 31,0% dos entrevistados.

Quando o fluxo de caixa livre é projetado do ponto de vista da empresa, o custo de capital é o médio ponderado pelas proporções de capital próprio e de terceiros (WACC - weighted average cost of capital). O princípio geral mais importante para para estimar o WACC (Copeland, 2001) é que “ele deve condizer com a abordagem geral da avaliação e com a definição do fluxo de caixa a ser descontado” Para isso, é importante que as ponderações de taxas sejam feitas com base no endividamento a preços de mercado e não contábeis.

Esta não é a prática de 21,4% dos respondentes, como mostrado na Tabela 8, que preferem utilizar o endividamento contábil da própria empresa. Ao fazerem isto, superestimam o endividamento na maior parte das empresas de bom desempenho, portanto reduzem artificialmente o custo de capital e inflam o valor calculado da empresa.

***Tabela 8 – Estimação do endividamento***

<b>Endividamento calculado com base em</b>	<b>Respostas</b>	
Valores de mercado	22	78,6%
Valores contábeis	6	21,4%
<b>TOTAL</b>	<b>28</b>	<b>100,0%</b>

### **Os deságios das posições minoritárias e o prêmio de risco das médias empresas**

O deságio de médias empresas é associado também à pouca liquidez e maior risco de se investir em empresas de menor porte. O problema deste tipo de prática é a dificuldade de obter bases sólidas para parametrizar este prêmio de risco. Mesmo assim, ele é utilizado por 42,9% dos entrevistados, como mostrado na Tabela 9.

***Tabela 9 – Utilização de prêmio de risco de média empresa***

<b>Utiliza um prêmio de risco de média empresa</b>	<b>Respostas</b>	
Sim	12	42,9%
Não	16	57,1%
<b>TOTAL</b>	<b>28</b>	<b>100,0%</b>

Da mesma forma, e com a mesma dificuldade de parametrização, é aplicado um deságio na avaliação de posições minoritárias nas empresas. Este deságio decorre da capacidade que o controlador tem de, utilizando mecanismos legais ou não, sempre com dificuldade de sustentação ética, expropriar o minoritário de parte do fluxo de caixa gerado pela empresa. Na verdade, o mesmo valor total do deságio dos minoritários deve ser transformado em valor total de ágio para o controlador.

A Tabela 10 mostra a frequência de utilização deste deságio. Dentre os 9 entrevistados que forneceram a informação, o deságio médio foi de 25%, com amplitude de 15% a 40%.

***Tabela 10 – Utilização de deságio por posição minoritária***

<b>Utiliza um deságio quando a posição avaliada é minoritária</b>	<b>Respostas</b>	
Sim	13	46,4%
Não	8	28,6%
Tanto faz / não sabe / não respondeu	7	25,0%
<b>TOTAL</b>	<b>28</b>	<b>100,0%</b>

Os entrevistados estimam o deságio da posição minoritária em função da participação do controlador, da existência de acordo de acionistas, e das diferenças entre as formas de controle de uns e outros acionistas. Deve ser destacada a elevada frequência de respondentes que diz não saber se utiliza esta forma de deságio ou não, o que deve ser atribuído ao fato de a finalidade da avaliação que fazem não envolver esta questão.

## A Avaliação Relativa

A avaliação por múltiplos tem como objetivo encontrar o valor de um ativo/empresa comparando o mesmo com valores de mercado (bolsa de valores) de ativos/empresas semelhantes ou comparáveis. Segundo Damodaran (1997), uma empresa comparável pode ser definida como uma empresa que apresenta fluxo de caixa, potencial de crescimento e risco similar a empresa sendo avaliada.

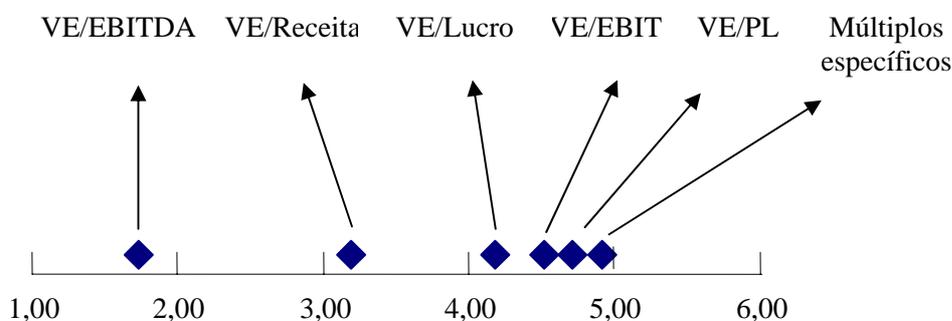
Apesar de sua grande simplicidade e rapidez, a avaliação por múltiplos é a mais suscetível ao maior número de erros em função de certos quesitos como a qualidade das informações, diferenças nos fundamentos das empresas comparáveis e especificidades de cada empresa e transação.

Após o FCD, a avaliação relativa é amplamente utilizada em bancos e consultorias, e muitas vezes como forma de confrontar seus resultados com os obtidos pelo método do FCD. Verificamos que 87% dos profissionais que afirmaram confiar mais na metodologia de FCD, utilizam ao menos duas metodologias para avaliar uma única empresa sendo mencionado em praticamente todos os comentários a avaliação relativa.

Como esperado, pesquisa apontou que praticamente todos os analistas utilizam concomitantemente múltiplos pelos valores de mercado (bolsa) e pelos valores de transação (transação de grandes participações), mas com propósitos distintos. Os múltiplos de mercado são utilizados para calcular o valor da empresa pré-transação, já os múltiplos de transação contemplam o prêmio de controle, auxiliando os analistas a estimar quanto o mercado está pagando por empresas semelhantes à avaliada.

Em termos de múltiplos mais utilizados, pode-se notar uma alta preferência pelo múltiplo de EBITDA, seguido da receita, como mostrado na escala semântica da Figura 2.

**Figura 2 – Bases para Cálculo dos Múltiplos**



*VE = valor da empresa*

A disponibilidade de informações influencia a decisão de critério a ser utilizado, neste caso na seleção de empresas comparáveis. O critério preferido são empresas da mesma indústria e área de atuação (nota 1.14/5.0); mas não sendo possível encontrar comparáveis dentro deste critério, os entrevistados buscam empresas com estas características fora do Brasil (nota 3.0), passando então para a terceira e quarta escolha que são respectivamente empresas com fundamentos semelhantes (nota 3.54) e empresas do mesmo porte e tamanho (nota 3.75).

Em relação ao tamanho da amostra de empresas comparáveis, a pesquisa mostrou a quantidade de cinco a sete empresas como a preferida (54% dos respondentes). Em função de existirem poucas empresas abertas no Brasil (387), muitas vezes os analistas selecionam empresas comparáveis em outros países e utilizam um deságio. A maioria dos entrevistados

(70%) afirmou utilizar um deságio, que variou entre 15% e 50%, resultando em uma média de 27,75%.

Após encontrar empresas comparáveis e aplicar múltiplos de mercado e/ou transação, surge geralmente a dúvida de qual múltiplo utilizar: médio ou mediano; passado ou projetado.

Pode-se notar uma grande divisão de opiniões entre os entrevistados no uso de múltiplos médios (35%), medianos (31%) e “tanto faz” (34%). Muitos dos respondentes disseram utilizar ambos os múltiplos, sendo que sua escolha entre múltiplos médios e medianos é geralmente baseada numa análise de comparabilidade, em que se utiliza o tipo de múltiplo que gera valores mais convenientes à avaliação.

Uma questão a ser resolvida é a da utilização de múltiplos dos valores contábeis publicados (passado) ou projetados (futuro). Uma pequena maioria dos entrevistados (46,4%) prefere utilizar dados futuros de múltiplos, mas a dificuldade de encontrar estes dados projetados faz muitos analistas utilizarem dados passados (42,9%). A parcela que respondeu tanto faz (7%) o fez porque geralmente utiliza ambos os dados (passados e futuros).

***Tabela 11 – Utilização de múltiplos passados ou futuros***

<b>Utiliza múltiplos passados ou futuros</b>	<b>Respostas</b>	
Baseados em dados publicados	12	42,9%
Baseados em dados projetados	13	46,4%
Tanto faz / nenhum dos dois	3	10,7%
<b>TOTAL</b>	<b>28</b>	<b>100,0%</b>

#### **4. CONCLUSÃO**

A pesquisa constata claramente que a falta de padronização na utilização de modelos de avaliação de empresas é uma realidade nos bancos de investimento e consultorias financeiras.

Foi também possível perceber atitudes diversas dos profissionais acerca de seu trabalho com avaliação de empresas. Uma parte deles ainda acredita na teoria do “bigger fool”, descrita por Damodaran (1997), que argumenta o valor de uma empresa ser irrelevante contanto que exista um “bigger fool” (que pode ser traduzido como uma pessoa boba, ingênua) que esteja disposto a comprá-la. Este tipo de avaliador utiliza as metodologias de avaliação cegamente, manipulando-as de forma a agradar o lado em que estiver assessorando, seja comprador ou vendedor.

Pode-se perceber que a outra parte destes profissionais realmente acredita na funcionalidade dos métodos de avaliação, tentando aplicar o que considera ser o mais correto. Apesar da boa vontade destes avaliadores, uma grande influência em seu trabalho de avaliação reside no intuito de pessoas do alto escalão do banco ou consultoria em que trabalham. Além disso, muitos bancos definem certas técnicas de se avaliar empresas que perduram por anos, sem ninguém ao menos questionar se elas são as mais coerentes.

Uma boa justificativa acerca das atitudes dos avaliadores identificadas nesta pesquisa pode estar relacionada ao fato de a avaliação de empresas ser geralmente utilizada em operações de cunho comercial, como a compra ou venda de empresas, abertura ou fechamento de capital, compra ou venda de ações, etc. Deste modo, a existência de contato direto com clientes nestas operações faz com que os avaliadores de empresa sintam-se mais pressionados a desenvolver um modelo de avaliação que resulte em estimativa de valor condizente com as expectativas do cliente.

Os fatores disponibilidade de tempo e informação foram muito citados pelos entrevistados como justificativa para decidir entre certos métodos e critérios de avaliação. Isso

decorre do fato de áreas comerciais como a de fusões e aquisições estarem constantemente trabalhando contra o relógio, já que há uma demanda por parte do cliente que o todo o processo de F&A aconteça no menor período de tempo possível, de modo a aproveitar as melhores oportunidades de mercado.

Com tudo isso, podemos concluir que apesar da alta importância que a avaliação de empresas possui no processo de negociação de fusões e aquisições, ocorrem ainda utilizações muitas vezes equivocadas das técnicas de avaliação pelos profissionais de F&A. Há ainda focos de dúvidas e pouca precaução no uso de métodos importados. A falta de tempo e de informação agrava ainda mais essa situação, fazendo com que estes profissionais utilizem técnicas pré-estabelecidas (pelo banco ou consultoria em que trabalham) por anos a fio, sem se questionar a validade destas para a realidade econômica atual e suas conseqüências para o resultado de seu trabalho.

## 5. REFERÊNCIAS

- COPELAND, T.; KOTLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas: Calculando e gerenciando o valor de empresas “Valuation“**, 2.ed. São Paulo, Makron Books 2001
- DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos : ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**, Rio de Janeiro: Qualitymark. 1997
- MARTELANC, R.; PASIN, R.; CAVALCANTE, F. **Avaliação de Empresas: Um Guia para Fusões & Aquisições e Gestão de Valor**. Editora Pearson/Financial Times, 2004
- PAIVA, W. P. **Métodos de avaliação de pequenas e médias empresas**. Artigo disponível nos Anais do V SEMEAD (Seminários de Administração da FEA/USP). 2001
- PEREIRO, L.E. **The valuation of companies in emerging markets: A practical approach**. Nova York, Willey, 2002
- PEREIRO, LUIS – **Valuing Companies in Latin America: What are the Key Issues for Practitioners?** , Center for Entrepreneurship & Business Venturing, Universidad Torcuato di Tella
- ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W.; JAFFE, J.F. **Administração financeira**. São Paulo, Atlas, 1995
- STEWART, G. **The quest for value: the EVA management guide**. Nova York, Harper Business, 1991