

MARTA MARAGNO

**QUANTO VALE UMA EMPRESA? UM ESTUDO EM UMA EMPRESA
PRESTADORA DE SERVIÇOS CONTÁBEIS DE CAXIAS DO SUL-RS**

Monografia apresentada como requisito
para a obtenção do Grau de Bacharel
em Ciências Contábeis da
Universidade de Caxias do Sul

Orientador: Profa. Dra. Marlei Salete Mecca

Caxias do Sul

2010

APROVAÇÃO

MARTA MARAGNO

QUANTO VALE UMA EMPRESA? UM ESTUDO EM UMA EMPRESA PRESTADORA DE SERVIÇOS CONTÁBEIS DE CAXIAS DO SUL-RS

Monografia apresentada como requisito para a obtenção do Grau de Bacharel em Ciências Contábeis da Universidade de Caxias do Sul.

Banca examinadora:

Presidente/orientador

Examinadores

- UCS

- UCS

Trabalho apresentado e aprovado pela banca examinadora em ____/____/____

DEDICATÓRIA

Aos meus pais e meu esposo, que sempre estiveram ao meu lado, me incentivando e compreendendo em todos os momentos. E ao meu filho que vai nascer, e que desde já tem abençoado a minha vida.

AGRADECIMENTOS

Quero agradecer, primeiramente, a Deus, pois posso dizer que “até aqui me ajudou o Senhor”. Em especial, à minha orientadora, Profa. Dra. Marlei Salete Mecca, pela sua competência e orientação durante todo o desenvolvimento desta monografia. Agradeço de forma toda especial, à minha família, pelo amor, compreensão e apoio dedicados, que foram fundamentais para o desenvolvimento deste trabalho.

PENSAMENTO

Mas Deus escolheu as coisas loucas deste mundo para confundir as sábias; e Deus escolheu as coisas fracas deste mundo para confundir as fortes.
I Coríntios 1: 27

RESUMO

Diariamente empresas são avaliadas por inúmeras razões. Entretanto, a avaliação da empresa como um todo é um tópico extremamente difícil e subjetivo. A principal dificuldade dá-se pelo fato do valor percebido de uma empresa para um comprador não necessariamente ser o mesmo para o vendedor, e também das informações que serão disponibilizadas para que se faça a análise, levando-se em consideração que a qualidade da avaliação é diretamente proporcional à qualidade das informações obtidas. Sabendo da existência das diversas metodologias, a escolha do método mais adequado cabe ao responsável pela avaliação; isto é, aquele que melhor atenda às expectativas de ambas as partes envolvidas na negociação. Dessa forma, o foco mais importante deve estar no processo de avaliação e não no seu resultado final. O presente trabalho tem por objetivo buscar, entre os métodos apresentados, uma metodologia para avaliar uma empresa prestadora de serviços contábeis. Identificou-se, através dos autores pesquisados, que o fluxo de caixa descontado é uma das metodologias mais difundidas e aplicadas para a determinação do valor de uma empresa. Para avaliação e cálculo do valor da empresa em estudo, utilizou-se o método do fluxo de caixa descontado que refletiu, baseado na essência sobre a forma, o valor de mercado da mesma.

Palavras-chave: Avaliação. Valor de empresas. Fluxo de Caixa Descontado.

LISTAS DE QUADROS

Quadro 1: Classificação dos Principais Métodos de Avaliação de Empresas	23
Quadro 2: Estrutura de fluxos de caixa livre da empresa	35
Quadro 3: Sumário dos modelos	37

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Demonstração dos Resultados do Exercício, período 2006 a 2009	40
Tabela 2: Demonstração dos Resultados do Exercício e Fluxo de Caixa Projetados períodos 2010 a 2014	41
Tabela 3: Valor Econômico da Empresa	41
Tabela 4: Valor Econômico Financeiro da Empresa	42

LISTA DE SÍMBOLOS, ABREVIATURAS E SIGLAS

CCF - *Capital Cash Flow* ou fluxo presente Ajustado

CG - Capital de Giro

COFINS - Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social

CSLL - Contribuição Social sobre Lucro Líquido

DFC - *Discounted Cash Flow* Fluxo de Caixa Descontado

DRE - Demonstração do Resultado do Exercício

EBIT - *Earnings before interest and taxes* ou Lucro Antes de Juros e Impostos

EBITDA – *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* ou Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação, Amortização e Exaustão.

ECF - *Equity Cash Flow* ou Fluxo de caixa do capital próprio

IRPJ - Imposto de Renda Pessoa Jurídica

ISS - Imposto sobre serviços

NOPLAT - Lucro Operacional Líquido menos impostos ajustados

PER - *Price to Earnings Ratio* ou Rácio preço/lucro

PIS - Programa de Integração Social

PL - Patrimônio Líquido

TMA - Taxa Mínima de Atratividade

VE - Valor da Empresa

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 IMPORTÂNCIA DO ESTUDO	12
1.2 QUESTÃO DE PESQUISA	13
1.3 OBJETIVOS	14
1.3.1 <i>Objetivo geral</i>	14
1.3.2 <i>Objetivos específicos</i>	14
1.4 METODOLOGIA	14
1.5 ESTRUTURA DO ESTUDO	15
2 VALOR DA EMPRESA	17
2.1 DIFERENÇA DE VALOR E PREÇO	17
2.2 CONCEITO DOS DIFERENTES TIPOS DE VALOR	17
2.2.1 <i>Valor Patrimonial ou Contábil</i>	18
2.2.2 <i>Valor de Mercado</i>	18
2.2.3 <i>Valor Econômico</i>	19
3 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO	20
3.1 MÉTODO BASEADO NO BALANÇO.....	23
3.1.1 <i>Modelo do valor contábil</i>	24
3.1.2 <i>Modelo do valor contábil ajustado</i>	25
3.1.3 <i>Modelo do valor de Liquidação</i>	25
3.1.4 <i>Modelo do valor substancial</i>	26
3.2 MÉTODO BASEADO NA DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO	27
3.2.1 <i>Modelo do valor dos lucros</i>	27
3.2.2 <i>Modelo do valor dos dividendos</i>	28
3.2.3 <i>Modelos dos múltiplos de vendas</i>	28
3.2.4 <i>Outros modelos de múltiplos</i>	29
3.3 MODELOS BASEADO NO GOODWILL.....	30
3.3.1 <i>Modelo Clássico</i>	32
3.3.2 <i>Modelo Simplificado da União Européia</i>	32
3.3.3 <i>Modelo dos peritos contábeis europeus</i>	33
3.4 MODELOS BASEADO NO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO.....	33
3.4.1 <i>Fluxo de caixa Livre</i>	34
3.4.2 <i>Equity Cash Flow ou fluxo de caixa do capital próprio</i>	35
3.4.3 <i>Capital Cash Flow ou fluxo presente ajustado</i>	36

4 O ESCRITÓRIO CONTÁBIL.....	38
4.1 VALORES.....	38
4.2 EQUIPE	38
4.3 MISSÃO.....	38
4.4 ANÁLISE DA AVALIAÇÃO DO ESCRITÓRIO CONTÁBIL	39
5 CONCLUSÃO	43
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	45

1 INTRODUÇÃO

1.1 IMPORTÂNCIA DO ESTUDO

O processo de avaliação de empresas, nos últimos anos, tem ganhado uma importância bastante considerável, com o aumento dos processos de fusão, cisão, incorporação, compra e venda, entre outras situações. Tem-se discutido muito sobre os métodos disponíveis para realização da avaliação das organizações. Levando-se em conta que cada uma possui as suas limitações e peculiaridades, não se pode afirmar qual dos métodos é o mais eficiente. Isso vai depender do tipo de empresa que será analisada.

Fazer a avaliação de uma empresa deixa de ser algo simples e passa a ser algo muito complexo, por inúmeros fatores, como por exemplo: os diversos ativos tangíveis e intangíveis e no passivo os diversos tipos de obrigações. Nessas situações, ter o conhecimento das ferramentas a serem utilizadas que, neste caso, são os métodos de avaliação de empresas, torna-se fundamental para o avaliador.

Uma avaliação bem sucedida deve representar de forma clara e objetiva o potencial, a qualidade e a perspectiva de crescimento que a empresa tem, demonstrando todos os fatores envolvidos na mensuração do valor. É bom lembrar que a qualidade da avaliação também está ligada proporcionalmente à qualidade das informações e dos dados adquiridos. Uma avaliação mal sucedida pode levar a sérias consequências, tais como expectativas irreais e incorretas.

Portanto, ao fazer a avaliação de uma empresa, deve-se buscar um valor “justo”, para que a mesma não seja prejudicada futuramente, fazendo esse valor parecer o que ele realmente é. Sabendo que os usuários dessas informações poderão ser os mais variáveis possíveis, o avaliador deve preocupar-se em atender às mais diversas exigências de cada um dos interessados. Além disso, uma decisão baseada nos dados informados pelo avaliador precipitadamente pode causar danos desagradáveis para a empresa que está sendo avaliada.

O processo de avaliação do valor de uma empresa pode parecer simples, mas não é. Em se tratando de avaliar a empresa como um todo, isso se torna complexo, pois não é somente o seu patrimônio líquido, estoques, ativos, passivos ou as informações que constam nos relatórios e demonstrativos contábeis que serão avaliados para definir um valor para ela, mas também se deve levar em

consideração se a mesma possui credibilidade no mercado, marca, uma boa carteira de clientes e fornecedores, tempo de atuação no mercado em que ela está inserida, entre outros itens que, dependendo da área de atuação, podem ser relevantes no momento de fazer a avaliação.

Por esses e outros motivos que possam não ter sido citados, é de fundamental importância o conhecimento dos métodos de avaliação de empresas, para fazer a escolha do que melhor se encaixa com as informações que a empresa disponibiliza, a fim de se chegar a um valor inicial para futuras negociações.

1.2 QUESTÃO DE PESQUISA

Sabendo da existência dos mais variados métodos de avaliação de empresas, é necessário um conhecimento amplo a respeito de cada um deles, para poder fazer uma escolha mais eficiente a ser aplicada na empresa em estudo.

Sabendo que o valor a ser apresentado tem de ser coerente com o valor de mercado, Falcini (1995, p. 15) afirma que:

Uma avaliação econômica, ao contrário do que possa parecer, não é uma fixação concreta de um preço ou valor específico de um bem, mas é uma estimativa de base, uma tentativa de estabelecer dentro de uma faixa, um valor referencial de tendências, em torno do qual atuarão as forças de mercado.

Nessa perspectiva, fica claro que a avaliação não visa a fixar um preço para a sociedade, e sim à busca de um valor justo para a empresa que está sendo avaliada, e que não fique fora da realidade do valor de mercado.

Tendo consciência dessas informações, cabe agora ao avaliador e/ou administrador fazer a escolha do melhor método de avaliação a ser aplicado na empresa em questão.

Todos métodos possuem suas limitações e particularidades, fazendo a avaliação com um determinado grupo de informações. Isso torna a escolha do mesmo uma tarefa complexa, pois alguns podem chegar a um determinado valor que não condiz com a realidade da empresa, ou que fique longe dos valores atribuídos pelos demais métodos.

Portanto, fazer a escolha do método que melhor se encaixa e transpareça com a realidade da empresa, não esquecendo que a mesma também possui

limitações e particularidades, será de fundamental importância para o processo de avaliação.

Tendo em vista os diversos métodos de avaliação de empresas, é possível que primeiro deva-se avaliar o quanto foi investido para que hoje essa empresa existisse. Essa avaliação vai além de suas instalações, ativos e passivos. O processo precisa investigar o que a empresa possui na situação atual e, inclusive, suas projeções, resultados e lucros futuros. Nessa investigação, é que será avaliado seu valor. Considerando essa situação, surge, então, o problema de pesquisa para este estudo: “Qual o método de avaliação que mais se adequa para uma empresa prestadora de serviços contábeis?”

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 *Objetivo geral*

Buscar, entre os métodos apresentados, uma metodologia para avaliar uma empresa prestadora de serviços contábeis.

1.3.2 *Objetivos específicos*

- Revisar a literatura relacionada com a avaliação econômica de empresas e os métodos utilizados.
- Conceituar cada um dos métodos de avaliação abordados.
- Verificar quais os pontos principais em cada um dos métodos apresentados.
- Aplicar um modelo de avaliação junto à empresa objeto do estudo, para o cálculo do valor da mesma.

1.4 METODOLOGIA

O método de pesquisa a ser utilizado será a pesquisa bibliográfica, na qual, através de levantamentos dos assuntos relacionados ao tema a ser pesquisado, buscar-se-á evidenciar os diversos aspectos que devem ser considerados no processo de avaliação do valor de uma empresa. Com relação a esse tipo de pesquisa, Gil (1999) coloca que a mesma é desenvolvida a partir de material já

elaborado, constituído principalmente de livros e artigos científicos. Para Mattar (1997), as pesquisas bibliográficas são mais rápidas e econômicas de amadurecer ou aprofundar um problema de pesquisa e é realizada através do conhecimento de trabalhos já efetuados por outros, via levantamento bibliográfico.

Complementarmente, será feito um estudo de caso, com uma empresa prestadora de serviços contábeis, visando a utilizar de forma prática os conceitos teóricos levantados através da pesquisa bibliográfica. Também será feita a utilização de documentos e estimativa de valor conforme os métodos disponíveis na literatura especializada. Conforme Gil (1999), o estudo de caso é caracterizado pelo estudo profundo e exaustivo de um ou de poucos objetos, de maneira a permitir o seu conhecimento amplo e detalhado. Para Fachin (2001), o estudo de caso é caracterizado por ser um estudo intensivo.

A empresa em estudo é um escritório de contabilidade que se localiza em Caxias do Sul-RS, fundado em 1985, com 32 funcionários, dividido em seis departamentos, sendo: comercial, financeiro, fiscal, pessoal, contábil e administrativo. Hoje o escritório possui aproximadamente 230 clientes ativos; em sua maioria, do ramo comercial, para os quais são prestados os mais variados serviços administrativos: assessoria contábil, abertura e encerramento de empresas, contratos sociais, declarações fiscais e tributárias de pessoas físicas e jurídicas, entre outras exigências dos órgãos fiscalizatórios.

1.5 ESTRUTURA DO ESTUDO

Este trabalho está dividido em quatro capítulos a seguir dimensionados. No primeiro capítulo, constam a importância da pesquisa, a questão da pesquisa, os objetivos e a metodologia a ser utilizada.

No segundo capítulo, encontra-se a diferença existente entre valor e preço e são apresentados os conceitos dos diferentes tipos de valor que a organização poderá utilizar. Este capítulo tem como objetivo fixar alguns conceitos e observações que serão avaliados no decorrer da apresentação deste trabalho.

No terceiro capítulo, são discriminados os diferentes métodos de avaliação, buscando mostrar as informações que cada um utiliza para análise do valor e as limitações que eles apresentam. O objetivo deste capítulo é buscar os detalhes de cada um dos métodos para posterior aplicação no estudo de caso.

No quarto capítulo, apresentar-se-á um estudo de caso em uma empresa prestadora de serviços contábeis, buscando colocar em prática um dos modelos de avaliação, tendo como base os dados da empresa em estudo, onde será escolhido um dos métodos baseados nos conhecimentos adquiridos no capítulo anterior. No final deste capítulo, será atingido o objetivo, que é mostrar qual método mais adequado a se aplicar a uma empresa-caso, exemplificando os motivos que levaram à escolha do modelo indicado.

2 VALOR DA EMPRESA

2.1 DIFERENÇA DE VALOR E PREÇO

É importante esclarecer que existe diferença entre valor e preço, e que é vital esse conhecimento para compreensão do processo de avaliação de empresas. Isso porque preço é o montante que o vendedor e o comprador estão em comum acordo em realizar numa operação de compra e venda. Também se pode dizer que é o grau de utilidade de um bem, dentro de uma escala de preferências do consumidor que determina o seu valor.

Em comparativo, o valor é relativo e depende de vários fatores, muitos deles subjetivos; o preço é único, exato e preciso, e reflete a mensuração financeira de uma transação de compra e venda de determinada empresa.

O processo de avaliação de empresas consiste na busca do valor econômico, ou um valor que expresse o potencial de futura geração de riqueza da organização. Conforme Martinez (1999, *apud* PEREZ; FAMÁ, 2010, p. 3), “não existe um valor “correto” para um negócio. O valor deve ser determinado para um propósito específico e considerar as perspectivas das partes na transação”. Já Damondaran (1997, *apud* PEREZ; FAMÁ, 2010, p. 3) complementa demonstrando que “quaisquer percepções que o analista trazer ao processo de avaliação acabarão por se incorporar ao ‘valor’”.

Com isso, é possível afirmar que o valor é atribuído à organização através de um processo de avaliação, e o preço é aquele sobre o qual ocorrerá a negociação. Não deixando de observar as expectativas futuras do comprador e nem os objetivos do vendedor em obter o preço justo por sua empresa.

2.2 CONCEITO DOS DIFERENTES TIPOS DE VALOR

Ao ser observada a quantidade de conceitos existentes a respeito de valor para as empresas, poder-se-ia levantar vários debates sobre o assunto. Alguns gestores defenderiam que o valor deve estar ligado ao trabalho que foi necessário para encontrar este valor; outros afirmariam que o valor está claramente expresso nos registros e relatórios da contabilidade; entretanto, independente dessas

opiniões, nenhum deles estariam errados em suas opiniões, pois isso vai depender do foco que foi dado na atribuição do valor da organização.

Com isso, surge a necessidade de conhecimento dos diferentes tipos de valor, observando que cada um desses está direcionado para um fim específico.

Sabendo dos inúmeros tipos de valor, destaca-se a existência de três conceitos que, segundo Rodrigues e Mendes (2004, *apud* MENDOZA, 2010, p. 42), são essenciais para avaliação de empresas em termos monetários, que é o objetivo deste estudo: “(a) Valor Patrimonial; (b) Valor de Mercado; e (c) Valor Econômico”.

2.2.1 Valor Patrimonial ou Contábil

O valor patrimonial é aquele que está estabelecido no balanço patrimonial da empresa e está registrado de acordo com os princípios da contabilidade. Para Martelac (2005, *apud* MENDOZA, 2010, p. 42), “é um valor conhecido e fácil de ser identificado, necessitando apenas ser checado no balanço patrimonial da empresa”.

Conforme Mendoza (2010, p. 42): “Porém ele considera os valores históricos dos investimentos realizados e dos resultados retidos, independente de estarem corrigidos monetariamente ou não, até a data atual”.

O autor (2008, p. 42 - 43) ainda afirma que

Apesar de o valor contábil de um ativo ser perfeitamente conhecido quando ele é adquirido e, nesse momento, ser igual ao valor econômico, com o passar do tempo o valor contábil vai cada vez mais se distanciando do valor econômico. Este método também não leva em conta fatores como obsolescência, de depreciação, mudanças tecnológicas e condições mercadológicas.

Para Helfert (2000, p. 279), pelos motivos citados acima: “Sua utilidade para análise econômica é, portanto, questionável na maioria dos casos”.

2.2.2 Valor de Mercado

Também conhecido como valor justo de mercado, conforme Helfert (2000, p. 278), “[...] é o valor de qualquer ativo ou grupo de ativos quando comercializados em um mercado organizado ou entre partes privados, em uma transação espontânea, sem coerção”. É o valor atribuído à empresa em uma negociação.

Não existe um valor de mercado absoluto, ele é representado por um acordo momentâneo entre duas ou mais partes. Os envolvidos na negociação é que vão atualizar as respectivas avaliações individuais para chegarem ao valor econômico do ativo.

Assaf Neto (2006, *apud* MENDOZA, 2010, p. 43 - 44) afirma que:

O valor de mercado da empresa mostra-se como a melhor medida de desempenho empresarial, pois leva em consideração a geração operacional de caixa atual e potencial, a taxa de atratividade dos proprietários de capital (credores e acionistas), e o risco associado ao investimento, além de envolver uma visão de longo prazo, vinculado à continuidade do empreendimento, indicado o poder de ganho e a viabilidade de um negócio.

Para Pasin (2004, p. 31, *apud* MENDOZA, 2010, p. 44):

Num mercado eficiente, o valor de mercado deve refletir os lucros potenciais da empresa, os dividendos, os riscos do negócio, os riscos financeiros decorrentes da estrutura de capital da empresa, o valor do ativo e outros fatores intangíveis que possam afetar o valor da empresa.

2.2.3 Valor Econômico

O valor econômico de uma organização é definido pela habilidade básica de um ativo ou de um direito que está em negociação, de gerar fluxos de caixa para a mesma.

Helfert (2000, p. 278) define que “o valor de qualquer bem está definido como o montante de caixa do qual o comprador está disposto a abrir mão agora – seu valor presente – em troca de um padrão esperado de fluxos de caixa futuro”. Assim, o valor econômico também pode ser um conceito orientado para o futuro.

Mendoza (2010, p. 44) considera que:

Acerca do Valor de Mercado e Valor Econômico, ressalta-se que, em mercados de capitais avançados, em que exista um elevado grau de transparência, sendo as informações empresariais bastante difundida e caracterizada como de alta qualidade, há uma grande aproximação entre Valor de Mercado e Valor Econômico de uma empresa.

3 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO

Nos dias atuais, o aumento de empresas e organizações em processos de compra, venda, cisão, fusão, incorporação, entre outras situações do gênero, tem feito os administradores repensarem os processos de avaliação de empresas, considerando os métodos existentes e as exigências do mercado. Esta não tem sido uma tarefa tão fácil quanto parece.

Lopes e Sá (2002c, *apud* MULLER, 2010, p. 75) descrevem que:

Doutrinariamente, em contabilidade, 'estimar' não equivale a 'avaliar'. Um valor estimado deriva-se de uma suposição de realidade ou arbitramento. A avaliação é fruto de uma técnica que busca a medida adequada através de critérios técnicos definidos.

Os autores ainda complementam, afirmando que:

Há muita diferença, por exemplo, em estimar o custo de uma mercadoria e avaliar o mesmo. Admitir que algo possa ter um certo valor é 'estimar'. Atribuir um valor que se consegue estabelecer como medida, partindo de realidades, é 'avaliar'.

Segundo Goulart (1999, p. 58), a existência dos diversos objetivos e métodos é que torna o processo complexo, pois tudo vai depender das peculiaridades de cada empresa, não podendo generalizá-las. A autora descreve algumas dessas razões pelas quais se faz necessária uma avaliação:

[...] na compra ou venda de uma empresa; nos estudos de viabilidade de associações de interesses da empresa; numa expropriação legal; numa partilha entre herdeiros; na determinação das participações sociais; na fusão de duas ou mais empresas; na cisão de uma empresa no todo ou em partes; no aporte parcial em bens de uma empresa para outra; no aumento ou diminuição do capital; numa eventual conversão da dívida de um país em ações ou participações em empresas; na privatização de estatais e numa dissolução societária.

Com isso, fica claro que não é somente pela compra ou venda de um bem ou de uma empresa, como a maioria pensa, em que é feito o processo de avaliação, existem inúmeras outras razões para se fixar um valor.

Conforme Schmidt e Santos (2002, p. 9, *apud* MULLER, 2010, p. 74), a contabilidade é uma ferramenta essencial para se fazer a avaliação; porém, não é completa.

[...] existe, atualmente, uma preocupação cada vez maior por parte de estudiosos e investidores do mundo inteiro sobre a lacuna existente entre valor econômico da entidade e seu valor contábil.

Em sua obra, o autor ainda destaca a importância dos intangíveis que interferem no valor final da empresa e afirma que alguns não aparecem no balanço patrimonial da mesma. Além disso, em algumas situações, as marcas, patentes ou projetos tecnológicos estão na contabilidade; no entanto, estão com valores históricos de custos ou de gastos e não pelo valor considerado no mercado.

Inúmeros fatores podem influenciar na elevação ou na queda de valor da organização. Um deles é a perspectiva de ganhos futuros; ou seja, se no ramo em que ela está inserida, as perspectivas de resultados forem boas, isso pode ser um fator relevante para a atribuição de um valor.

De acordo com Holanda, Carvalho e Cavalcante (2010, p. 101), um fator de relevância para se obter uma base ou um valor justo é a informação, pois quanto mais rápidas e precisas forem as informações a serem avaliadas, maiores serão as chances de sucesso de qualquer empreendimento. É importante frisar que a qualidade de uma avaliação é também diretamente proporcional à qualidade dos dados, informações e do tempo despendido em compreender a empresa avaliada. Os processos de avaliação que tiverem um nível elevado de qualidade de informações sobre a empresa com certeza terão condições de apresentar um valor econômico da empresa e de suas ações com mais precisão.

Com o passar dos anos, surgiram diversas teorias de avaliação e muitas metodologias foram criadas, mas também, surge junto, a dúvida sobre qual método a ser utilizado. Perez e Famá (2010, p. 2) entendem da seguinte forma:

Os vários modelos e métodos de avaliação de empresas podem ser utilizados com conjunto ou separadamente, porém, nenhum método isolado pode ser considerado o correto, inquestionável ou exato. Todavia, existem métodos de avaliação mais consistentes que, de acordo com as premissas da avaliação, podem se revelar tecnicamente mais adequado, dada à circunstância de avaliação e qualidade das informações disponíveis.

Como é possível entender, antes de escolher os métodos a serem utilizados, é fundamental a avaliação precisa da empresa em questão como: seu contexto macroeconômico; seu setor de atuação; seu mercado consumidor; seu desempenho anterior e atual; seus aspectos econômicos, financeiros, sociais, jurídicos, fiscais, comerciais, tecnológicos, técnicos, entre outros que a empresa possa apresentar.

Considerando os inúmeros métodos existentes, eles se diferenciam entre si em diversos aspectos, técnica, utilidades, complexidade e em quantidade de dados e informações. Com a diversidade dos métodos, cabe ao avaliador a escolha de qual ou quais utilizar para fazer a sua avaliação (GOULART, 1999, p. 59).

Em diversas afirmações, os autores deixam bem claro que não existe um modelo que possa ser considerado o melhor, e sim existe a análise da empresa e das informações que ela disponibiliza para escolher o modelo a ser aplicado.

Martinez (1999, *apud* PEREZ; FAMÁ, 2010, p. 3) descreve que:

Na prática, usualmente, o avaliador utiliza-se de vários métodos e pondera seu resultado para o caso, chegando a um valor que represente a melhor estimativa possível do valor econômico da empresa.

Porém, Damondaran (*apud* PEREZ; FAMÁ, 2010, p. 4) afirma que:

Não existe um modelo melhor, e que o modelo adequado para uso em um cenário específico dependerá de uma variedade de características da empresa que está sendo avaliada.

Conforme Fernandez (2001, *apud* ZANDONADI et al, 2010, p. 3), os principais métodos de avaliação de empresa podem ser classificados da seguinte forma:

Balanço Patrimonial	Resultado Econômico	Misto (Goodwill)	Fluxo de Caixa Descontado	Criação de valor	Opções
Modelo do valor contábil	Modelo do valor dos lucros	Modelo clássico	Fluxo de Caixa Livre	<i>Economic Value Added</i> – EVA	<i>Black e Scholes</i>
Modelo do valor contábil ajustado	Modelo do valor dos dividendos	Modelo simplificado da União Européia	<i>Equity Cash Flow</i>	<i>Cash Flow Return On Investment</i> – CFROI	Opção de Investimento
Modelo do valor de liquidação	Modelo dos múltiplos de vendas	Modelo dos peritos contábeis europeus	<i>Capital Cash Flow</i>	Outros modelos	Expansão de Projeto
Modelo do valor substancial	Outros modelos de múltiplos	Método indireto	Modelo de dividendos		Adiamento de Investimento
		Método de compra e lucros anuais	<i>Adjusted Present Value</i> – APV		Usos alternativos
		Modelo da taxa de risco relativo e de risco livre	Outros modelos		
		Outros modelos			

Quadro 1: Classificação dos Principais Métodos de Avaliação de Empresas

Fonte: Fernandez (2001, p. 3, *apud* ZANDONADI et al, 2010, p. 3)

3.1 MÉTODO BASEADO NO BALANÇO PATRIMONIAL

Esses modelos propõem-se a avaliar a empresa através da estimativa de seus ativos. Muller e Teló (2010, p. 98) definem esses modelos como os que:

Consideram que o valor de uma empresa está, basicamente, em seu balanço patrimonial. Eles determinam o valor de um ponto de vista estático, que, entretanto, não contempla a possível evolução da empresa no futuro, com o conceito de valor do dinheiro no tempo.

Já Goulart (*apud* SCHOEPS, 1999, p. 59) define da seguinte forma: “[...] aquele que toma por base de valor da empresa o respectivo valor do patrimônio líquido, constituído pelo capital mais as reservas”. Também se define valor contábil como a diferença entre o ativo e o passivo exigível.

3.1.1 *Modelo do valor contábil*

O modelo do valor contábil considera como valor contábil de uma empresa, de forma líquida, o valor do patrimônio líquido, aquele que é expresso no próprio balanço patrimonial e é identificado com contas contábeis como as de capital social, reservas e lucros ou prejuízos acumulados. Esse valor é dado pela equação patrimonial, na qual é calculado matematicamente pela diferença entre o valor total dos ativos e o valor total do passivo, onde ficam registradas as obrigações da empresa com terceiros.

No entanto, há aspectos que limitam esse modelo, pois os critérios utilizados pela contabilidade são subjetivos e divergem dos critérios de valor de mercado, levando-se em conta que a contabilidade registra as operações pelos valores originais, baseando somente nos custos de aquisição ou de formação de um ativo ou para o valor de um passivo. Por esse motivo, é que o valor contábil e o valor de mercado da empresa geralmente não coincidem.

Para Martins (2001, p. 265):

A avaliação de uma empresa normalmente se inicia pelas demonstrações contábeis. Devido, porém, à adoção dos princípios contábeis e a influência da legislação tributária, elas geralmente são incapazes de refletir o valor econômico de um empreendimento.

Santos (2005, p. 100), por sua vez, diz que:

Como se trata de metodologia baseada no valor de custo, apresenta deficiência por desconsiderar as condições de mercado para a realização dos ativos é amortização das dívidas. Outra falha desse método é que os valores contábeis não refletem os avanços da tecnologia que tanto alteram o valor de ativos, e não consideram as necessidades de investimento em capital de giro e imobilizações para a manutenção da capacidade competitiva da empresa para o próximo período.

Entretanto, mesmo levando em consideração as críticas feitas a esse modelo, ele pode servir de base comparativa com os resultados alcançados por meio de outros modelos, auxiliando na tomada de decisões.

3.1.2 *Modelo do valor contábil ajustado*

O modelo do valor contábil ajustado, conforme Muller e Teló (2010, p. 99), “[...] procura corrigir a deficiência mencionada no método do valor contábil, atualizando os valores dos ativos e passivos, registrados na contabilidade, ao valor de mercado”.

Quando esses valores são atualizados, encontra-se o valor de Patrimônio Líquido por uma consequência matemática expressa pela seguinte equação:

Valor da empresa (PL) = Valor do ativo total ajustado-Valor do passivo total ajustado.

Santos (2005, p. 104) afirma que:

Caso essa metodologia venha a ser utilizada para determinação do Valor da Empresa (VE), a condicionante é que os valores contábeis do Ativo, Passivo e Patrimônio Líquido sejam compatíveis ou muito próximos aos seus valores de mercado. Isso pressupõe a reavaliação e/ou atualização do valor dos ativos e passivos, considerando efeitos de variáveis como depreciação, amortização, exaustão, inflação, taxa de juros, paridade contábil etc.

3.1.3 *Modelo do valor de Liquidação*

Esse modelo baseado no valor de liquidação representa o valor de empresa como se a mesma fosse liquidada, encerrando suas atividades, vendendo todos os seus ativos e pagando suas obrigações. Além disso, o resultado final seria ajustado por todas as suas despesas de liquidação e encerramento.

Para Goulart (1999, p. 59):

Se todos os ativos da empresa forem vendidos pelo exato valor constante no livro contábil, se todas as obrigações forem pagas pelo exato valor porque estão registradas na contabilidade e se depois disso sobrar dinheiro, esse dinheiro remanescente seria o valor pago pela empresa.

Muller e Telo (2010, p. 100) afirmam que:

Esse modelo, no entanto, é limitado a essa situação específica, não sendo eficaz para determinar uma situação de continuidade, quando a empresa é vendida posteriormente. Entretanto, segundo alguns autores, ele representa o valor mínimo de uma empresa, assumindo-se que essa teria um valor maior se continuasse suas atividades.

Então, em caso de uma possível continuidade das atividades da empresa, esse modelo não seria indicado para sua avaliação.

3.1.4 *Modelo do valor substancial*

O modelo do valor substancial é representado pelo cálculo do investimento que deveria ser feito para constituir uma empresa em idênticas condições, as da empresa que está sendo avaliada.

Conforme Muller e Teló (2010, p. 100), há três tipos de valor substancial que são normalmente definidos:

- a) valor substancial bruto, que corresponde ao valor dos ativos avaliados a preço de mercado;
- b) valor substancial líquido ou valor de ativos líquidos ajustado, onde se diminuem os valores das obrigações; e
- c) valor substancial bruto reduzido, que é o valor substancial bruto diminuído do valor das obrigações contraídas a custo zero.

Para Falcini (1995, p. 20):

Esse valor corresponde aos fundos que seriam necessários para a aquisição, dentro de condições normais, de todos os bens possuídos pela empresa, idênticos aos existentes. Na verdade, esse valor é mais um componente de diferentes formas de avaliação, como o valor matemático intrínseco, o valor para cobertura do seguro, o valor de utilização e o valor venal, sendo pois uma estimativa de base secundária.

Neiva (*apud* MULLER; TELÓ, 2010, p. 100) critica esse modelo de avaliação e ressalta “[...] que se torna quase impossível criar uma empresa em idênticas condições de funcionamento aquela que se pretende adquirir”.

3.2 MÉTODO BASEADO NA DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO

Os modelos seguintes são baseados na demonstração do resultado do exercício das empresas, conhecido pela abreviação DRE. Tais modelos buscam determinar o valor da empresa através de indicadores que são apresentados por meio das demonstrações de resultado. Para Muller e Teló (2010, p. 100):

É muito comum, por exemplo, analisar o desempenho de empresas multiplicando sua capacidade de produção anual (ou suas receitas anuais) por uma taxa, conhecida como múltiplo. Para essa categoria inclui modelos baseados na PER, que considera que o preço de uma ação é um múltiplo dos lucros gerados.

3.2.1 *Modelo do valor dos lucros*

O modelo do valor dos lucros (PER) tem representado como valor patrimonial o resultado da multiplicação das receitas líquidas anuais por uma taxa determinada PER, que é a taxa da relação preço-lucro. Muller e Teló (2010, p. 100 - 101) afirmam que

essa taxa de uma ação indica o múltiplos dos lucros por ação que é pago no mercado de ações. Assim, se os lucros por ação no último ano fossem de \$ 4,00 e o preço da ação fosse de \$ 29,00, a PER seria de \$7,25 (29/4).

Em algumas situações, a PER usa como base a previsão dos lucros por ação para o ano seguinte no mercado acionário ou, às vezes, a média dos lucros por ação dos últimos dois ou três anos. Ela também é utilizada como um padrão empregado no mercado de ações. É importante esclarecer que a PER relaciona um valor de mercado (preço de uma ação) com um item puramente contábil (o lucro).

Esse modelo possui limitações, como Martins (2001, p. 270) comenta:

Na realidade, apesar de aceito pelo mercado, observamos algumas limitações nesse modelo, tais como:

- 1- Considera o lucro contábil (limitações já comentadas);
- 2- Ignora o valor do dinheiro no tempo e os riscos; e
- 3- Considera implícita a ideia de eficiência de mercado.

3.2.2 *Modelo do valor dos dividendos*

Esse modelo considera que os dividendos são apenas uma parte dos lucros que foram efetivamente propostos e pagos aos acionistas e, muitas vezes, são o único fluxo regular de recursos recebidos pelos investidores. Os fluxos são aqui considerados os que se referem aos pagamentos efetuados pela empresa aos seus sócios ou acionistas ou vice-versa.

Neiva (*apud* MULLER; TELÓ, 2010, p. 101) explica o modelo e seu funcionamento, mas não expõem críticas:

De acordo com esse modelo, o valor de uma ação é o valor presente líquido dos dividendos que são esperados. Imagine-se uma perpetuidade, ou seja, quando se espera que uma companhia distribua dividendos constantes a cada ano, e então tem-se o valor esperado para a ação, calculado pela divisão do dividendo por ação, distribuído pela empresa no último ano por uma taxa de retorno sobre o patrimônio líquido esperado para o ano atual.

Evidências empíricas comprovam que nos Estados Unidos a distribuição de lucros feita pela empresa faz com que a mesma não tenha um crescimento no valor de suas ações como resultado, pois, quando uma empresa distribui mais dividendos, ela está reduzindo automaticamente seu próprio capital de giro.

Segundo os autores Muller e Teló (2010, p. 102):

Entre suas principais críticas estão a premissa de que os dividendos futuros serão mantidos e em crescimento indefinido e a arbitrariedade da utilização de uma taxa constante (g) para o crescimento dos dividendos futuros.

3.2.3 *Modelos dos múltiplos de vendas*

O modelo dos múltiplos de vendas ou também chamado de múltiplo de receitas consiste em encontrar o valor da empresa multiplicando seu volume de vendas por um multiplicador.

Esse multiplicador é encontrado arbitrariamente de acordo com o setor de atividades, sendo observado apenas pela movimentação do mercado.

Martins (2001, p. 271) faz a seguinte observação sobre esse modelo:

Como o nome sugere, o lucro contábil é substituído pelo faturamento da empresa, tornando irrelevantes as informações sobre os demais itens do resultado de exercício. Essa opção pode surtir efeitos satisfatórios naqueles empreendimentos que não possuem um sistema contábil ou que nele não podemos confiar.

De acordo com o comentário do autor acima, esse modelo pode ser bem útil para aquelas empresas que não possuem um registro contábil correto ou até mesmo não possuem contabilidade alguma.

3.2.4 Outros modelos de múltiplos

Existem outros modelos de múltiplos que podem ser somados aos demais modelos que são baseados no resultado de um exercício contábil. Entre eles, encontram-se o valor da empresa dividido pelo EBIT (*earnings before interest and taxes*); o valor da empresa dividido pelo EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*), que em português significa “lucro antes dos juros, impostos, depreciação, amortização e exaustão”, o valor da empresa dividido pelo fluxo de caixa operacional.

Muller e Teló (2010, p. 102) comentam esse modelo da seguinte forma:

Um exemplo simples pode ser a determinação do valor da empresa, dada por um sócio, que corresponda ao valor de seu interesse para deixar a sociedade, sem uma avaliação teórica ou técnica, e sem a preocupação de determinação de um cálculo estatístico, contábil ou econômico, baseando apenas em razões pessoais.

Assaf Neto (*apud* MULER; TELÓ, 2010, p. 103) afirma que:

Um dos problemas desse método é que diferentes momentos de vendas implicam diferentes avaliações, e ainda que as características de mercado em que atua cada empresa implicam diferentes potenciais de riquezas futuras.

3.3 MODELOS BASEADO NO *GOODWILL*

O *goodwill* representa o valor da parte intangível da empresa como: o valor da marca, o valor da base de clientes existentes, o valor das relações com os fornecedores e outros tipos de vantagens intangíveis.

Em alguns casos, o valor do *goodwill* pode ultrapassar significativamente o valor contábil ou valor contábil ajustado da empresa. Alguns valores de intangíveis não aparecem na contabilidade, no entanto, contribuem para atribuir valor a empresa.

Os autores Schmidt e Santos (2003, *apud* MULLER; TELÓ, 2010, p. 103) afirmam que:

O *goodwill* é considerado pela maioria dos estudiosos da Teoria da Contabilidade como o mais intangível dos intangíveis. A definição de *goodwill*, a sua natureza, a sua característica de não ser separável do negócio como um todo e o seu tratamento contábil estão entre os objetivos de estudo mais difíceis e controvertidos da Teoria da Contabilidade.

Para se conhecer esse modelo de avaliação, é importante ter conhecimento de um grupo de ativos que existe, porém, nem sempre podem ser vistos nas empresas, mas às vezes deixam dúvidas de onde devem ser registrados na contabilidade, se é que podem ser registrados.

Segue uma ilustração para melhor visualizar a diferença entre o ativo tangível do intangível.

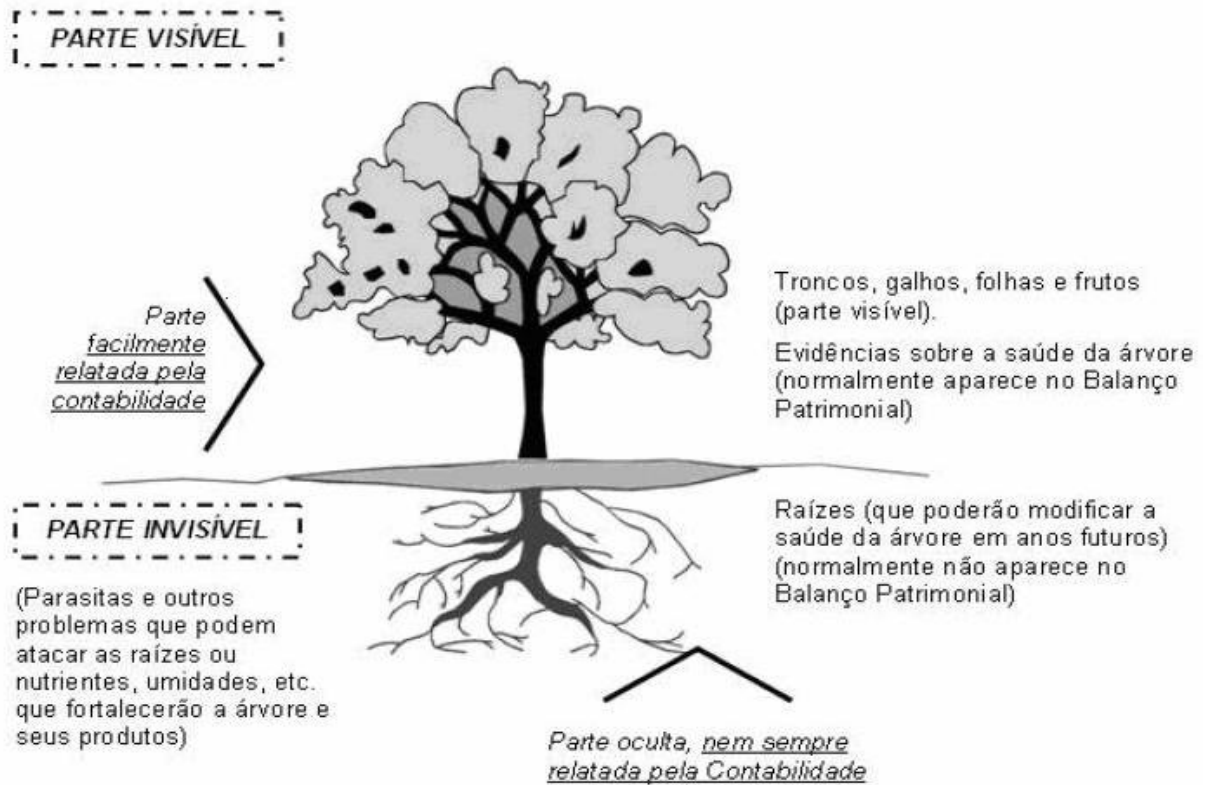


Figura 1: Ativos Intangíveis

Fonte: Marion. *Reflexões sobre ativo Intangível* (apud ASSUNÇÃO et al, p. 7)

Assunção et al (2010, p. 7) explicam que:

Como se pode observar, a parte da árvore que fica visível será o tangível de uma entidade, podendo ser facilmente mensurado. É o que a contabilidade faz, avaliando os bens tangíveis de uma empresa. Entretanto, a parte que não é visível é responsável, em grande parte, para o crescimento e fortalecimento dessa mesma entidade. Seria a parte intangível que apresenta maior dificuldade para mensuração. Mas com a contabilidade trabalhando para formular critérios para avaliá-la, pode-se cada vez mais desenvolvê-la, pois, será mais produtivo ter a informação de onde é mais adequado investir ou, ainda combater um determinado mal em sua origem, do que apenas escriturar informações passadas. O futuro deve ser o alvo da contabilidade.

Assim sendo, a definição e a natureza do *goodwill* têm sido objeto de pesquisas e inúmeras discussões dos estudiosos, e até hoje não existe um consenso nem uma definição única aceita universalmente. Para Muller e Teló (2010, p. 104), “um dos grandes inconvenientes da mensuração do *goodwill* reside exatamente na dificuldade de estabelecimento de seu valor, pois não há consenso entre os analistas na adoção de determinada metodologia para sua precisão”.

3.3.1 Modelo Clássico

O modelo clássico de *goodwill* estabelece que o valor de uma empresa é determinado pela soma dos seus ativos líquidos (a valor de mercado ou a valor substancial) e do valor de seu *goodwill*. Para esse modelo, o mesmo é avaliado como um multiplicador da receita líquida da empresa.

Neiva (1999, p. 19, *apud* MULLER; TELÓ, 2010, p. 104) explica o seguinte:

Se o valor total da empresa excede a soma dos valores dos ativos avaliados separadamente, este excesso deve representar o valor de todos os fatores positivos que tornam a empresa mais valorizada (considerada como um todo) que a soma dos ativos específicos.

Para tal, a fórmula que expressa o valor de uma empresa é dada da seguinte forma: $V = A + (n \times B)$ ou então por $V = A + (z \times F)$, onde A representa o valor dos ativos líquidos, n é um coeficiente multiplicador, B é a receita líquida, z é um percentual das receitas e F é a receita total.

Muller e Teló (2010, p. 104) afirmam que “uma variação desse método tem sido utilizada com o uso do fluxo de caixa líquido ao invés da receita líquida”

3.3.2 Modelo Simplificado da União Européia

Esse modelo também é conhecido como *Abbreviated goodwill income method* e sua fórmula é determinada da seguinte forma: $V = A + a_n (B - iA)$, onde A é o valor dos ativos líquidos atualizados ou o valor substancial líquido, a_n é o valor presente a uma taxa t, de n anuidade, com n entre 5 e 8 anos, B é o valor da receita líquida prevista para o ano ou a projeção para o ano seguinte, i é a taxa de juros obtida por uma aplicação alternativa, que podem ser debêntures, o retorno sobre PL ou outro investimento.

Na fórmula citada acima, a expressão $a_n (B - iA)$ é o que representa o *goodwill*. Nesse caso, ele é obtido por capitalização, pela aplicação do coeficiente a_n , que representa um superlucro igual à diferença entre a receita líquida e os investimentos dos ativos.

3.3.3 Modelo dos peritos contábeis europeus

O modelo dos peritos contábeis europeus ou UEC *method* traz a seguinte fórmula:

$$V = [A + (a_n \times B)] / (1 + ia_n)$$

Onde A é o valor dos ativos líquidos atualizados ou o valor substancial líquido, a_n é o valor presente a uma taxa t , de n anuidade, com n entre 5 e 8 anos, B é o valor da receita líquida prevista para o ano ou a projeção para o ano seguinte, i é a taxa de juros obtida por uma aplicação alternativa.

Conforme Muller e Teló (2010, p. 105), “para esse modelo, o valor total de uma empresa é igual ao valor dos ativos líquidos reavaliados (valor substancial) adicionado ao *goodwill*”.

O que diferencia esse modelo do anterior é que o Goodwill é calculado através do valor V , diferente do anterior que era calculado através do valor dos ativos líquidos A .

3.4 MODELOS BASEADO NO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

No mercado acionário, existem diversas técnicas de avaliação de empresas. Uma das mais difundidas e aplicadas para a determinação do valor de uma empresa é o fluxo de caixa descontado. Tais modelos partem da premissa de que o valor econômico de uma empresa é determinado pelos fluxos de caixa futuros da mesma, descontando o que é chamado de taxa de risco do fluxo.

Damondaran (2002, p. 214, *apud* MULLER; TELÓ, 2010, p. 106) explica que “o valor de uma empresa é o valor presente de seus fluxos de caixa previstos ao longo de sua vida”.

Muller e Teló (2010, p. 106) afirmam que:

Considera-se que os modelos de fluxo de caixa são conceitualmente corretos para avaliações de empresas. Nesses modelos, as empresas são vistas como sendo geradoras de fluxo de caixa e seu valor é obtido pelo valor presente desses fluxos, dada uma taxa de desconto. São modelos que se baseiam em cuidadosas previsões, para cada período, de cada item financeiro relacionado com a geração de fluxos de caixa correspondentes às operações corporativas, como por exemplo, o valor das vendas, os gastos com pessoal, matérias-primas, custos e despesas administrativas, comerciais etc.

Segundo Assaf Neto (2003, *apud* MULLER; TELÓ, 2010, p.103):

Uma empresa é avaliada por sua riqueza econômica expressa a valor presente, dimensionada pelos benefícios de caixa esperados no futuro e descontados por uma taxa de atratividade que reflete o custo de oportunidade dos vários provedores de capital.

Esse método vem sendo utilizado pelos mercados financeiros e de capitais, pois sua fundamentação conceitual baseia-se na teoria de que o valor de uma empresa é atribuído a ela em função dos benefícios futuros que ela irá trazer; ou seja, na sua capacidade de geração de riqueza futura. A essência do mesmo consiste em projetar futuros fluxos de caixas operacionais e trazê-los a valor presente, por uma taxa de desconto apropriada, que mensure o risco inerente a esses fluxos e o custo de oportunidades dos capitais.

3.4.1 Fluxo de caixa Livre

O fluxo de caixa livre ou *free cash flow* utiliza o próprio fluxo de caixa operacional da empresa, desconsiderando os empréstimos, também considerado como o montante financeiro que vai estar disponível para investir em ativos e necessidades de capital de giro.

Muller e Teló (2010, p. 107) consideram que:

Para calcular o fluxo de caixa livre futuro, deve-se prever o volume de caixa a ser recebido e que deve ser pago em cada período. Pode-se dizer que é, basicamente, a abordagem da elaboração do orçamento de caixa.

A contabilidade tradicional não possui essas informações diretamente em seus relatórios e demonstrativos, ela simplesmente faz as provisões das receitas, custos e despesas; e, em muitos casos, utilizando mecanismos arbitrários. Com isso, a contabilidade distorce a percepção apropriada quando se calcula o fluxo de caixa, pois, para chegar ao valor da empresa, devem-se considerar como caixa os valores a pagar e a receber efetivos e não somente os provisionados, conforme definidos pela empresa ou parametrizados pela legislação.

Para isso, a contabilidade deve ser ajustada ou atualizada para atender ao cálculo do fluxo de caixa livre.

Ao calcular o fluxo de caixa livre não se deve considerar o financiamento das operações da empresa e focar no resultado financeiro dos ativos da mesma após a tributação.

Para Damondaran (1997, *apud* HOLANDA et al, 2010, p. 104):

O FCL é o fluxo de caixa gerado pelas operações da empresa, obtidos após os impostos, e que se encontra disponível para os credores e os acionistas, devendo-se calculá-lo antes dos pagamentos das dívidas (principal e juros) e após as variações nos investimentos em ativos permanentes e capital de giro.

Estrutura de Fluxo de Caixa Livre da Empresa
Receita Líquida
(-) Custo dos produtos vendidos
(-) Despesas Operacionais (menos juros, depreciação, amortização e Exaustão)
(=) Lucro antes de Juros, Imposto de Renda, Depreciação, Amortização e Exaustão (EBTIDA)
(-) Depreciação, Amortização e Exaustão
(=) Lucro antes de juros e impostos (EBIT)
(x) 1- taxa de imposto
(=) Lucro Operacional Líquido menos Imposto Ajustado (NOPLAT)
(+) Depreciação e Amortização
(- +) Variação de Capital de giro
(-) Investimento
(=) Fluxo de Caixa Livre

Quadro 2: Estrutura de fluxos de caixa livre da empresa

Fonte: Adaptado de Damondaran (1997, *apud* HOLANDA et al, 2010, p. 104)

Conforme Holanda et al (2010, p. 104), “com o fluxo de caixa livre se determina a capacidade de geração de caixa por meio das operações normais da empresa, independentemente de suas fontes de financiamento”.

3.4.2 Equity Cash Flow ou fluxo de caixa do capital próprio

Muller e Teló (2010, p. 108) afirmam que:

O fluxo de caixa ECF é calculado pela subtração dos juros e pagamentos feitos em cada período aos credores, líquidos de tributação, do fluxo de caixa livre, adicionado de novas provisões realizadas. Em outras palavras, é o fluxo de caixa remanescente na empresa após a cobertura dos investimentos em ativos fixos e necessidades de capital de giro, após o pagamento de juros sobre financiamentos.

Dessa forma, presume-se que a empresa tenha um controle financeiro para cada período, onde o principal e os juros sobre financiamento são pagos em suas respectivas datas de vencimento, e o recebimento de novos recursos obtidos através de empréstimos ou financiamentos.

3.4.3 *Capital Cash Flow* ou fluxo presente ajustado

Muller e Teló (2010, p. 108) afirmam que:

O CCF, que é o nome dado ao valor do fluxo de caixa do capital de terceiros somado ao fluxo de caixa do capital próprio ou patrimônio líquido. Pode-se dizer que o modelo é a soma do ECF com o custo do capital de terceiros deduzido da variação dos passivos. Considera-se, para a estrutura de capitais, capital de terceiros e capital próprio, valores de mercado dentro de um balanço econômico, e não o balanço tradicional apresentado pela contabilidade.

Segue quadro, onde estão destacadas a fundamentação teórica e as limitações de cada modelo do fluxo de caixa descontado.

BASE	MODELO	FÓRMULA	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	LIMITAÇÕES
FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	Fluxo de Caixa Operacional Disponível	$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + L + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n}$	<ul style="list-style-type: none"> - Considera o Fluxo de Caixa gerado pelas operações normais da empresa, desconsiderando empréstimos; - É o montante financeiro disponível para investimento e Capital de Giro; - A taxa a ser utilizada é a do custo médio ponderado de capital. 	<ul style="list-style-type: none"> - Para calcular o Fluxo de Caixa futuro, deve-se prover o volume de caixa a ser recebido e pago em cada período, o que é subjetivo em relação à conjuntura econômica; - Na avaliação de empresa há necessidade de previsão dos fluxos de caixa em períodos maiores do que nos orçamentos de caixa.
	Fluxo de Caixa do Capital Próprio.	$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + L + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n}$	<ul style="list-style-type: none"> - Outra modalidade para o Fluxo de Caixa; - É o fluxo líquido após a cobertura dos investimentos em ativos fixos, Capital de Giro e juros sobre financiamentos; - A taxa a ser utilizada é a do retorno desejado sobre o patrimônio líquido. 	<ul style="list-style-type: none"> - Prevê a existência de uma estrutura financeira mínima para cada período; - Considera todos os financiamentos pagos no vencimento e os recursos de novos empréstimos como recebidos.
	Valor Presente Ajustado.	$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + L + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n}$	<ul style="list-style-type: none"> - É o Fluxo de Caixa do capital de terceiros adicionado ao Fluxo de Caixa do capital próprio; - Utiliza-se uma taxa de desconto para cada Fluxo de Caixa: a taxa de custo do capital próprio e de terceiros, respectivamente. 	<ul style="list-style-type: none"> - Considera valores de mercado para a estrutura de capitais, dentro de um balanço econômico e não contábil.

Quadro 3: Sumário dos modelos

Fonte: Saurin, Júnior, Zílio (2010, p. 125)

4 O ESCRITÓRIO CONTÁBIL

Para fins de apresentação, neste trabalho, utilizar-se-á um nome fictício para a empresa em estudo.

O escritório contábil Ômega iniciou suas atividades em 1985. Situado em Caxias do Sul, possui clientes da Região da Serra Gaúcha. Foi uma das empresas contábeis pioneiras na utilização da informática no processamento de dados dos clientes. Atualmente, destaca-se na prestação de serviços de consultoria empresarial para diversas empresas das mais variáveis atividades, bem como para pessoa física.

O escritório busca permanentemente a satisfação dos clientes e desenvolve constantemente novos métodos de trabalho, implantando tecnologias atuais que ajudam e facilitam as empresas clientes no dia-a-dia.

4.1 VALORES

Prestar serviços de contabilidade com qualidade, agilidade, competência e credibilidade, seguindo princípios éticos e morais, e transmitindo esses conceitos, pelo exemplo, para funcionários, clientes, fornecedores, instituições financeiras, órgãos públicos e a comunidade em geral.

4.2 EQUIPE

A Ômega conta com uma equipe de aproximadamente 32 profissionais, constituída por bacharéis em ciências contábeis, administradores de empresas qualificados e aptos a atender às necessidades de seus clientes.

A empresa investe constantemente na qualificação de seus funcionários, viabilizando e promovendo o acesso a cursos de aperfeiçoamento e capacitação técnica, a fim de oportunizar o crescimento da equipe e da própria empresa.

4.3 MISSÃO

Agregar valor aos clientes através de serviços voltados para o desenvolvimento da eficácia de suas potencialidades, buscando a melhoria

contínua, dentro dos padrões da qualidade ética profissional, tornando-os mais competitivos no mercado e contribuindo para o crescimento e o desenvolvimento equilibrado das empresas clientes e para a remuneração do capital.

4.4 ANÁLISE DA AVALIAÇÃO DO ESCRITÓRIO CONTÁBIL

Uma avaliação econômica, ao contrário do que possa parecer, não é a fixação concreta de um preço ou valor específico para um bem, mas é uma tentativa de estabelecer, dentro de uma faixa um valor referencial de tendências, em torno do qual atuarão as forças de mercado. A metodologia do “*Discounted Cash Flow*” (Fluxo de Caixa Descontado – DFC) é internacionalmente reconhecida pelas principais instituições financeiras e consiste em projetar o potencial de geração de caixa de uma empresa, descontando-se uma taxa mínima de atratividade.

Partindo das informações dos DREs de 2006 a 2009 da empresa em estudo e de seus registros, conforme tabela 1, encontra-se uma média de 17,23% de aumento da receita bruta. Encontrando essa média, efetuou-se a projeção do DRE e do fluxo de caixa para os 5 (cinco) anos seguintes, período de 2010 a 2014, conforme tabela 2. Utilizou-se o mesmo percentual para o aumento das demais movimentações do DRE como receitas, despesas e custos, com exceção do imposto Simples, o qual foi calculado com base na tabela do Simples Nacional para empresas prestadoras de serviços contábeis e do Capital de giro, que se encontra um valor de 8% com relação ao ano base 2009, e foi aplicado sobre a receita bruta de cada ano projetado, chegando a um fluxo de caixa livre.

Com os valores encontrados do fluxo de caixa livre, aplica-se a taxa TMA (Taxa Mínima de Atratividade) de 12% ao ano para se chegar ao valor presente ano a ano. Calcula-se, então, a perpetuidade da empresa, estimando que a mesma não termine nesses 5 cinco anos projetados, mas que ela tenha uma continuidade. Conforme especialistas consultados, que atuam na área de avaliação de empresas, o crescimento calculado fica na faixa de 1,50% ao ano. O valor da perpetuidade do fluxo de caixa livre é obtido pelo valor do fluxo de caixa livre projetado do último ano (2014), que é de R\$ 540.878,49, dividido pelo percentual resultante da TMA de 12% menos a taxa de 1,50% referente à perpetuidade. O valor de perpetuidade presente é calculado com base no valor da perpetuidade do fluxo de caixa livre, que é de R\$ 5.151.223,72, trazendo a valor presente a uma taxa de 12% ao ano. O valor

econômico da empresa em estudo é obtido através da soma do valor presente dos anos que compõe o período de 2010 a 2014 mais a perpetuidade do valor presente, resultando em um total de R\$ 4.364.168,10, conforme é apresentado na tabela 3.

O valor econômico financeiro da empresa, conforme apresentado na tabela 4, é obtido através do valor econômico encontrado menos as dívidas, que são representadas, nesse caso, por financiamentos a curto prazo, mais as disponibilidades que são os bancos e o caixa, chegando ao valor da empresa que é de R\$ 4.296.024,78.

Foi feita a projeção do ano de 2010, inclusive, para verificar se o valor que foi projetado condiz com a realidade do seu faturamento, o qual se concluiu que está de acordo com o balancete da empresa até novembro de 2010.

Tabela 1: Demonstração dos Resultados do Exercício, período 2006 a 2009

Demonstrativo dos exercícios (DRE)	2009	2008	2007	2006
Receita Bruta	1.074.024,90	831.230,97	712.575,30	673.377,25
(+) Venda de Serviços	1.074.024,90	831.230,97	712.575,30	673.377,25
(-) Deduções	93.044,99	31.573,30	27.178,99	25.708,67
(-) Impostos s/serviços	93.044,99	31.573,30	27.178,99	25.708,67
(-) Simples	91.706,51	-	-	-
(-) Iss	1.338,48	1.233,36	1.170,00	1.130,40
(-) Pis	-	5.403,01	4.631,73	4.376,95
(-) Cofins	-	24.936,93	21.377,26	20.201,32
Receita Líquida	980.979,91	799.657,67	685.396,31	647.668,58
(-) Custo dos Serviços Prestados	561.450,71	369.413,67	363.753,71	387.728,33
Lucro Bruto	419.529,20	430.244,00	321.642,60	259.940,25
(-) Despesas Gerais	21.172,41	17.111,57	10.867,40	23.303,54
(+/-) Outras	-	-	-	-
EBITDA	398.356,79	413.132,43	310.775,20	236.636,71
(-) Depreciação/Amortização	52.441,84	29.272,46	23.294,97	19.467,37
EBIT	345.914,95	383.859,97	287.480,23	217.169,34
(+) Receitas Financeiras	329,80	284,21	78,66	93,94
(-) Despesas Financeiras	8.149,61	11.275,63	8.644,33	11.891,44
(-) Despesas Tributárias	276,24	76,05	5.351,00	7.525,13
Lucro Operacional / Antes dos Impostos	337.818,90	372.792,50	273.563,56	197.846,71
(-) IRPJ / CSLL	-	66.447,76	55.130,65	51.715,37
(-) Lucros Distribuídos	285.000,00	280.000,00	200.000,00	106.000,00
Lucro Líquido	52.818,90	26.344,74	18.432,91	40.131,34
Aumento em % da Receita Bruta	29,21	16,65	5,82	
Media de Aumento da Receita Bruta	17,23%			

Fonte: Registros contábeis da empresa em estudo

Tabela 2: Demonstração dos Resultados do Exercício e Fluxo de Caixa Projetados períodos 2010 a 2014

Dados do ano base		2009				
% de aumento Receita/Custo e Despesa		17,23%				
Variação do Capital de Giro		8,00%				
Percentual do Simples Conforme tabela		2010	2011	2012	2013	2014
		8,51%	10,20%	10,48%	11,98%	12,42%
DEMONSTRATIVO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO PROJETADO						
Valores Monetários		2010	2011	2012	2013	2014
Receita Bruta		1.259.049,82	1.475.949,45	1.730.214,91	2.028.283,31	2.377.700,69
(-) Deduções		107.145,14	150.546,84	181.326,52	242.988,34	295.310,43
Receita Líquida		1.151.904,68	1.325.402,61	1.548.888,39	1.785.294,97	2.082.390,26
(-) Custos dos Serviços Prestados		658.173,21	771.558,34	904.476,60	1.060.293,02	1.242.952,32
Lucro Bruto		493.731,47	553.844,27	644.411,79	725.001,95	839.437,94
(-) Despesas Gerais		24.819,83	29.095,61	34.107,98	39.983,85	46.871,96
EBITDA		468.911,64	524.748,66	610.303,81	685.018,10	792.565,98
(-) Depreciação/Amortização		61.476,13	61.474,95	61.473,78	61.472,61	61.471,44
EBIT		407.435,51	463.273,71	548.830,03	623.545,49	731.094,55
(+) Receitas Financeiras		386,62	453,22	531,30	622,82	730,12
(-) Despesas Financeiras		9.553,56	11.199,38	13.128,72	15.390,44	18.041,79
(-) Despesas Tributárias		323,83	379,62	445,01	521,68	611,55
Lucro Operacional / Antes dos Impostos		397.944,74	452.147,93	535.787,59	608.256,20	713.171,33
(-) Lucros Distribuídos		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Lucro Líquido		397.944,74	452.147,93	535.787,59	608.256,20	713.171,33
FLUXO DE CAIXA PROJETADO						
Fluxo de Caixa		2010	2011	2012	2013	2014
EBIT		407.435,51	463.273,71	548.830,03	623.545,49	731.094,55
(-) Imposto sobre EBIT		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
(=) NOPAT		407.435,51	463.273,71	548.830,03	623.545,49	731.094,55
Depreciação		61.476,13	61.474,95	61.473,78	61.472,61	61.471,44
Fluxo De Caixa Bruto		468.911,64	524.748,66	610.303,81	685.018,10	792.565,98
(+/-) Variação de CG		100.723,99	118.075,96	138.417,19	162.262,66	190.216,05
(-) Investimento de Imobilizado		61.476,13	61.474,95	61.473,78	61.472,61	61.471,44
Investimento Bruto		162.200,11	179.550,91	199.890,97	223.735,27	251.687,49
Fluxo de Caixa Livre		306.711,53	345.197,75	410.412,83	461.282,83	540.878,49

Fonte: Adaptado de Damondaran (1997, *apud* HOLANDA et al, 2010, p.104) com dados da empresa em estudo

Tabela 3: Valor Econômico da Empresa

VALOR ECONÔMICO DA EMPRESA		
Perpetuidade	1,50%	
TMA	12%	
Ano	Fluxo de Caixa Livre	Valor Presente
2010	306.711,53	273.849,58
2011	345.197,75	275.189,53
2012	410.412,83	292.123,75
2013	461.282,83	293.153,58
2014	540.878,49	306.908,98
Perpetuidade	5.151.223,72	2.922.942,68
Valor Econômico		4.364.168,10

Fonte: Adaptado de Ferrari Organizações e Avaliações Patrimoniais

Tabela 4: Valor Econômico Financeiro da Empresa

VALOR ECONÔMICO FINANCEIRO	
Valor Econômico	4.364.168,10
(-/+) Dívida	(112.080,62)
(+/-) Disponibilidades	43.937,30
(=) valor econômico financeiro	4.296.024,78

Fonte: Adaptado de Ferrari Organizações e Avaliações Patrimoniais

Ao final dos cálculos apresentados nas tabelas 1 a 4, encontra-se o valor econômico financeiro final da empresa em estudo. Este valor foi calculado através do método de fluxo de caixa descontado, conforme conceituado na revisão bibliográfica apresentada no capítulo 3.

5 CONCLUSÃO

A avaliação de empresas continua sendo um assunto complexo, não sendo possível estabelecer uma metodologia única ou um roteiro padrão para sua execução. Nesse trabalho, utilizou-se o método de fluxo de caixa descontado por ser uma das metodologias mais difundidas e aplicadas para determinação do valor de uma empresa, conforme Muller e Teló (2010).

Uma empresa, diferentemente de seus planos e projetos, espera-se que tenha uma vida infinita e, portanto, continue a operar por períodos mais longos do que os projetados nos fluxos de caixa.

Os objetivos específicos desse trabalho foram atingidos. O primeiro objetivo, que era revisar a literatura relacionada com a avaliação econômica de empresas e os métodos utilizados, foi alcançado através de uma pesquisa bibliográfica, conforme apresentado nos capítulos 2 e 3.

O segundo e o terceiro objetivo, que era conceituar cada um dos métodos de avaliação abordados e verificar quais os pontos principais em cada um deles, também foram atingidos, através da verificação e conceito de autores encontrados na literatura sobre esse assunto.

O último objetivo desse trabalho era buscar, entre os métodos apresentados, uma metodologia para avaliar uma empresa prestadora de serviços contábeis. Para atingir o objetivo proposto, primeiramente, realizou-se a revisão de literatura para verificar os modelos propostos e a utilização dos mesmos. Buscaram-se, complementarmente, profissionais da área de avaliação de empresas para a troca de informações.

Para aplicação do modelo na empresa em estudo, as projeções foram baseadas nos DREs dos anos anteriores de 2006 a 2009, pois a empresa já tinha um crescimento gradativo em seus resultados. A partir desses valores é que se projetaram os DREs e o fluxo de caixa dos demais anos 2010 a 2014, demonstrando, através dos cálculos de projeção, o excelente crescimento da empresa. Após essas avaliações, calculou-se o valor presente e a perpetuidade da empresa com base nos percentuais da TMA de 12% e da perpetuidade de 1,50%. Assim, chegou-se a um valor econômico, que, após serem diminuídas as dívidas e somadas as disponibilidades, chega-se a um valor econômico financeiro da empresa, onde se concluiu o objetivo de encontrar um valor para a empresa em

estudo que refletiu, baseado na essência sobre a forma, o valor de mercado da mesma.

Vale registrar que o método do fluxo de caixa descontado, utilizado para a avaliação da empresa em estudo, pode ser utilizado também para empresas de outros ramos de atividades.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSUNÇÃO, A. B. de Albuquerque; SILVA, Geiza Sousa; SILVA, Neuza de Lima R.M; LIMA, Clenilson S.Felinto. *Ativo Intangível: Goodwill ou Capital Intelectual*. Disponível em <<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos22005/243.pdf>>. Acesso em 15 ago. 2010.

FACHIN, Odília. *Fundamentos de Metodologia*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2001.

FALCINI, Primo. *Avaliação Econômica de empresas*. São Paulo: Atlas, 1995.

FERRARI, Ferrari. *Organizações e Avaliações Patrimoniais*. Caxias do Sul, 2010.

GIL, Antonio Carlos. *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

GOULART, Marselle. *Como encontrar o valor de uma empresa: um enfoque teórico sobre os métodos de avaliação*. Revista do Conselho Regional de Contabilidade do Rio Grande do Sul. Outubro de 1999.

HELFERT, Erich A. *Técnicas de Análise Financeira*. Porto Alegre: Bookman, 2000.

HOLANDA, Fernanda M. de Almeida; ALBUQUERQUE, Lúcia Silva; CARVALHO, José R. Marques; CAVALCANTE, Paulo Roberto Nóbrega. *Avaliação de empresas: uma abordagem das diversas metodologias*. Disponível em <<http://www.unifor.br/notitia/file/2249.pdf>>. Acesso em 15 ago. 2010.

MARTINS, Eliseu. *Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica*. São Paulo: Atlas, 2001.

MATTAR, Fauze Najib. *Pesquisa de marketing: metodologia, planejamento, execução e análise*. São Paulo: Altas, 1997.

MENDOZA, Barry Cuellar. *Gestão do valor nas empresas num contexto de risco: estudo de caso de uma empresa do setor não cíclico de alimentos Bovespa*. Disponível em <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-23102008-140348/>>. Acesso em 15 ago. 2010.

MULLER, Aderbal Nicolas. *Análise do valor das empresas: os limites dos modelos de avaliação*. Disponível em <http://www.fae.edu/publicacoes/pdf/revista_da_fae/fae_v7_n2/rev_fae_v7_n2_07.pdf>. Acesso em 15 ago. 2010.

_____. *Análise do valor das empresas: os limites dos modelos de avaliação*. Disponível em <http://www.fae.edu/publicacoes/pdf/revista_da_fae/fae_v7_n2/rev_fae_v7_n2_07.pdf>. Acesso em 15 ago. 2010.

_____; TELÓ, Admir Roque. *Modelos de avaliação de empresas*. Disponível em <<http://avaliacaodempres.com.br/adm/uploads/56pdfavaliacao-empresa.pdf>>. Acesso em 15 ago. 2010.

PEREZ, Marcelo Monteiro; FAMÁ, Rubens. *Avaliação de empresas e apuração de Haveres em Processos Judiciais: uma análise segundo a teoria de finanças*. Disponível em <<http://www.ead.fea.usp.br/Semead/6semead/finan%E7as/005Fin%20-%20Avalia%E7ao%20Apura%E7ao%20Processos.doc>>. Acesso em 15 ago. 2010.

SANTOS, José Odálio dos Santos. *Avaliação de empresas cálculo e interpretação do valor das empresas: um guia prático*. São Paulo: Saraiva, 2005.

SAURIN, Valter; JUNIOR, Newton C. A. da Costa; ZILIO, Annelise C. Serafim. *Estudo dos modelos de Avaliação de empresas com base na metodologia do fluxo de caixa descontado: estudo de caso*. Disponível em <<http://www.periodicos.ufsc.br/index.php/adm/article/download/1621/1363>>. Acesso em 15 ago. 2010.

ZANDONADI, André; ROGER, Pablo; RIBEIRO, Karem Cristina de Souza. *Avaliação através do método de fluxo de caixa livre de uma empresa do setor de tecnologia da informação*. Disponível em <<http://www.pablo.prof.ufu.br/artigos/cbc3.pdf>>. Acesso em 15 ago. 2010.