

FUNAMENTOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Alexandre Assaf Neto

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

As empresas modernas são partes cada vez mais ativas do mercado financeiro, envolvendo-se nesse contexto através de compras e vendas de controles acionários, fusões e reestruturações. O objetivo básico de toda a empresa é maximizar o seu valor de mercado em relação ao capital investido. A continuidade de um empreendimento somente se realiza quando as decisões financeiras se mostrarem capazes de criar valor econômico aos seus acionistas; ou, em outras palavras, quando os seus resultados promoverem um retorno sobre o capital investido que exceda ao custo de oportunidade dos investidores. Esse objetivo de riqueza econômica é a essência das Finanças Corporativas, válido para todas as organizações em qualquer contexto econômico. É aplicado a empresas fabris, instituições financeiras, empresas de serviços, tecnologia etc., assim como é utilizado em organizações atuantes tanto no continente americano, como no europeu e asiático.

O conceito de valor econômico como fator de sucesso pode ser entendido desde longa data. Um dos trabalhos mais marcantes sobre o assunto foi o proposto por David Ricardo em 1819 na obra *The Principles of Political Economy and Taxation*. Diversos economistas aprofundaram essa discussão, destacando-se, entre outros, Schumpeter e Marshall. A aplicação mais direta do conceito de valor para os negócios teve relevante contribuição ainda de G. Bennett Stewart em *The Quest for Value* (1991).

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

A partir dessas raízes conceituais, outros trabalhos importantes foram surgindo, os quais ampliaram bastante as originais contribuições de Franco Modigliani e Merton Miller ao processo de avaliação de empresas. Nesse

contexto podem ser citados, entre outros, Aswath Damodaran (*Valuation*, 1994), Alfred Rappaport (*Creating Shareholder Value*, 1986), Thomas Copeland e outros (*Valuation*, 1990). Uma das grandes contribuições desses trabalhos foi a de viabilizar as aplicações das técnicas de avaliação na realidade das empresas, além de difundir o uso dos instrumentos quantitativos e recursos computacionais no cálculo do valor.

O processo de avaliação de empresas exige o domínio de conceitos financeiros e econômicos, das técnicas de cálculos e dos inúmeros fatores internos e externos à empresa que condicionam seu valor econômico. Como habilidade requer do avaliador uma formação multi e interdisciplinar, permitindo uma visão mais ampla da conjuntura, do setor econômico e do negócio. A avaliação envolve essencialmente alguns questionamentos desafiadores.

Na gestão de valor a empresa deve preocupar-se não com o retorno do capital investido em sua forma pura, mas com o retorno que excede ao custo de oportunidade dos proprietários de capital. O valor econômico é gerado pelo excesso de retorno aplicado sobre o volume de capital investido, gerando o que se denomina de lucro econômico. Assim, pode-se entender que a avaliação está ligada ao retorno do investimento, ao custo de capital e a taxa de crescimento da atividade da empresa.

O objetivo de todo trabalho de *valuation* é obter o preço justo (*fair value*) de uma empresa. Esta é uma tarefa complexa. Por mais corretas que sejam as técnicas empregadas, e mais exatos os cálculos efetuados, o valor encontrado ainda não é uma medida definitiva; é um valor estimado. Esse valor é determinado por premissas, muitas vezes subjetivas, e que podem ainda se alterar diante de cenários inesperados. O valor de uma empresa é aceito como uma boa estimativa enquanto as premissas assumidas em seu cálculo forem válidas. Alterando-se os pressupostos, o valor calculado deixa de ser coerente.

É importante destacar que um investidor rigorosamente não adquire uma empresa. Ele aplica certo capital para adquirir um fluxo de caixa, ou seja, um retorno esperado de se realizar no futuro, sujeito a imprevistos e fatores não controláveis totalmente no processo de avaliação. O investidor paga por uma empresa mais do que gastaria para construí-la quando o negócio se demonstrar capaz de gerar um retorno superior ao custo de capital. Essa diferença de valor, conhecida por *goodwill*, é a medida de riqueza econômica criada pela empresa a partir de suas vantagens competitivas.