

Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento

Evaluation methods used by professionals of investment

Dione Olesczuk Soute

Universidade Estadual do Oeste do Paraná
E-mail: dioneosoutes@gmail.com

Eliandro Schvirck

Universidade Tecnológica Federal do Paraná.
Campus Pato Branco
E-mail: eliandro@utfpr.edu.br

Eliseu Martins

Universidade de São Paulo. Faculdade de
Economia, Administração e Contabilidade
E-mail: emartins@usp.br

Márcia Regina C. Machado

Superintendência de Seguros Privados -SUSEP
E-mail: marciacalvano@yahoo.com

RESUMO: A literatura especializada apresenta vários modelos para o processo de avaliação de empresas, sendo alguns de grande complexidade técnica. Para a aplicação prática, estes modelos possuem variações em suas formas de cálculo. Este artigo tem por objetivo caracterizar os principais métodos apresentados pela literatura e identificar quais destes são os de maior utilização, especificamente para avaliação do valor da ação das empresas. A técnica de pesquisa utilizada foi o levantamento de dados. A coleta de dados foi feita por meio de questionário encaminhado aos profissionais de investimentos associados à APIMEC. A análise dos dados é descritiva, pois objetiva a caracterização da amostra pesquisada quanto à utilização dos métodos de avaliação. Os resultados apontam para a maior utilização e confiabilidade dos modelos baseados no fluxo de caixa descontado, porém os modelos de avaliação relativa, ou de múltiplos, também são bastante utilizados pelos profissionais pesquisados.

PALAVRAS-CHAVE: Avaliação de empresas. Métodos de avaliação. Fluxo de caixa descontado. Avaliação por múltiplos.

ABSTRACT: Specialized literature presents some models for the process of company evaluation, some of them are of great technical complexity. For the practical application, these models possess variations in their forms of calculation. This article has as objective to characterize the main methods presented by the literature and to identify which of these are the most used ones, specifically for the evaluation of the company stock value. The used research technique was the data collection. The data collection was made by means of a questionnaire addressed to the investment professionals associated to APIMEC. The data analysis is descriptive, because has the objective of characterizing the researched sample about the use of the evaluation methods. The results point to the most used and trustworthiness models those based on the deducted cash flow, however, relative evaluation models, or multiple models are also sufficiently used by the researched professionals.

KEYWORDS: Evaluation of companies. Evaluation methods. Deducted cash flow. Evaluation by multiples.

Recebido em 04/07/07, aprovado em 25/01/09, disponível em 21/02/09.

Avaliado pelo sistema *double blind review*

Editor científico: Fátima de Souza Freire

1 Introdução

Os investidores buscam, dentre as diversas possibilidades de investimentos, as melhores alternativas, tendo em vista principalmente as taxas de retorno. Entre as alternativas possíveis, o mercado acionário apresenta grande atratividade diretamente vinculada aos riscos e às chances de retorno das companhias abertas; e o aporte de capital dos investidores, quando de emissões primárias, impulsiona as empresas alavancando o desenvolvimento da economia como um todo.

O aumento no número e volume de investimentos tem levado muitas empresas a abrir seu capital. Nesse sentido, de acordo com Copeland, Koller e Murrin (2002, p.54), quando a empresa tem seu capital aberto, o preço da ação será estabelecido pela interação existente entre os investidores, entre os especuladores e entre ambos. Esse preço é baseado no quanto os investidores acham que vale a ação. Cada investidor decide o que pensa ser o valor das ações com base em sua expectativa quanto ao valor das empresas e negocia com base em estar o preço presente acima ou abaixo de sua estimativa de valor intrínseco.

A literatura especializada apresenta vários modelos para a avaliação dessas empresas, sendo que alguns são de grande complexidade técnica, o que os torna de difícil aplicação prática.

Este estudo pretende apresentar os modelos mais citados na literatura, buscando caracterizá-los, identificando suas aplicações e limitações. E também verificar a efetiva utilização dos referidos modelos pelos profissionais de investimento associados à APIMEC – Associação dos Analistas e Profissionais de Investimentos do Mercado de Capitais.

Nesse contexto, o estudo questiona: quais modelos de avaliação são utilizados pelos profissionais de investimentos na aferição do valor de uma ação, e quais as aplicações e limitações de cada modelo?

O presente artigo está estruturado em seis seções. A primeira apresenta e justifica o estudo. A segunda explica a metodologia utilizada. A terceira discorre sobre os objetivos da avaliação de empresas e a quarta sobre os modelos de avaliação propriamente ditos. Na seqüência, são apresentados os resultados da pesquisa desenvolvida junto aos profissionais de investimento, e a última seção apresenta as considerações finais do estudo.

Este trabalho está estruturado como segue. A seção 2 apresenta a fundamentação teórica. A seção 3 apresenta o modelo proposto para cálculo dos custos de perda de produção e previdenciários. A seção 4 apresenta os resultados globais do estudo. A seção 5 contém as considerações finais.

2 Aspectos metodológicos

Esta pesquisa pode ser classificada quanto aos objetivos como descritiva, pois, de acordo com Gil (2002, p.42) e Martins (2002b, p.36), objetiva “[...] a descrição das características de determinada população e fenômeno, bem como o estabelecimento entre variáveis e fatos”.

Os procedimentos técnicos são classificados, de acordo com Gil (2002, p.50), como levantamento, por se caracterizarem pela interrogação direta das pessoas cujo comportamento se deseja conhecer.

A coleta de dados foi realizada por meio de questionário aplicado durante os meses de outubro e novembro de 2005, junto aos membros associados à APIMEC. O tratamento estatístico é caracterizado como estatística descritiva, pois não visa fazer inferências quanto aos resultados, mas apenas organizar, resumir e descrever as características dos dados coletados (MARTINS, 2002a, p.19).

3 Objetivos da avaliação de empresas

A avaliação de empresas tem por objetivo identificar, classificar e mensurar as oportunidades de investimento em empresas. As principais utilizações dessas avaliações são: transações de compra e venda de negócios; fusão, cisão e/ou incorporação de empresas; dissolução de sociedades; liquidação de empreendimentos; além de servirem como base de avaliação da habilidade dos gestores em gerar riqueza para os acionistas.

A determinação do valor de um empreendimento está intimamente ligada ao que se espera dele, ou seja, sua capacidade de geração de benefícios futuros. Assim, de acordo com Martins (2001, p.264), a avaliação de empresas pode assumir dois pressupostos, a saber: “[...] Descontinuidade, em desmanche ou liquidação; e Continuidade, em marcha ou going concern.”

Em condições normais, quanto aos métodos para avaliação, Martins (1998b, p.1) expõe que existem duas formas para a avaliação de uma empresa:

Pelo seu valor de liquidação ordenada, ou seja, pelo que valem seus ativos avaliados a preço de venda, deduzidos os gastos para se efetuar a venda e o valor necessário para saldar seu passivo com terceiros; e pelo seu valor em funcionamento, que depende basicamente dos futuros benefícios econômicos que ela é capaz de produzir.

O objetivo deste estudo é abordar os métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento do mercado de capitais para definir o valor da ação de uma empresa em operação. Portanto, não é objetivo desta pesquisa estudar todas as situações em que são aplicados os modelos de avaliação. Na seqüência, são apresentados alguns deles, bem como suas aplicações e limitações.

4 Modelos de avaliação

Cornell (1994, p.10-11) identifica quatro modelos de avaliação de empresas bastante difundidos, sendo eles: a) avaliação pelo valor de livro ajustado, b) avaliação de ações e dívidas, c) avaliação por múltiplos de mercado e d) avaliação pelo fluxo de caixa descontado. Já Copeland, Koller e Murrin (2002) focam seu trabalho na avaliação pelo método do fluxo de caixa descontado, mas enumeram outras formas indiretas de indicar valor ao justificar a superioridade desse método. Algumas formas ou indicadores citados por Copeland, Koller e Murrin (2002, p.58-75) são: lucro por ação, retorno sobre o patrimônio líquido e valor de mercado adicionado (MVA – Market Value Added), entre outros.

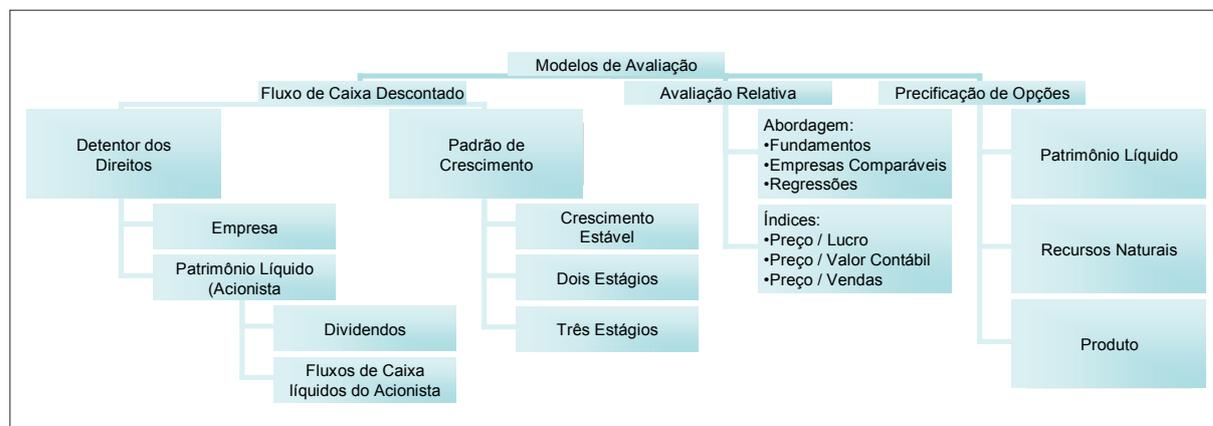


Figura 1 – Resumo dos Modelos de Avaliação. Fonte: DAMODARAN, 2005, p.616.

Segundo Damodaran (2005, p.11), existem basicamente três abordagens para a avaliação:

Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado – relaciona o valor de um ativo ao valor presente dos fluxos de benefícios futuros esperados relativos àquele ativo;

Avaliação Relativa – estima o valor de um ativo enfocando a precificação de ativos comparáveis relativamente a uma variável comum, como lucros, fluxos de caixa, valor contábil ou vendas;

Avaliação de direitos contingentes – utiliza modelos de precificação de opções para medir o valor de ativos que possuam características de opções.

A avaliação de direitos contingentes é também conhecida como teoria de precificação de opções ou modelo de avaliação por opções. Segundo Damodaran (2005, p.439),

Opções são valores mobiliários derivativos, isto é, são títulos que derivam seu valor de um ativo subjacente. [...] Confere ao investidor o direito de comprar ou vender uma quantidade predeterminada de um ativo subjacente a um preço fixo, denominado preço de exercício, antes ou na data de vencimento da opção. Como se trata de um direito e não de uma obrigação, o investidor pode decidir por não exercer este direito e permitir que a opção expire. Existem dois tipos de opção: opções de compra (call) e opções de venda (put).

Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 157) afirmam que

[...] os modelos de avaliação por opções são variações sobre os modelos comuns de fluxo de caixa descontado que incluem ajuste para a capacidade da administração para modificar decisões à medida que se tornam disponíveis maiores informações. Os modelos por opções são especialmente promissores na avaliação da flexibilidade estratégica e operacional, como a que se refere à abertura e ao fechamento de instalações, abandono de operações e exploração de desenvolvimento de recursos naturais.

Considerando o objetivo deste artigo, não se discorrerá sobre a abordagem de avaliação de direitos contingentes, o qual não é normalmente utilizado para a avaliação de valor de ações. As demais abordagens são apresentadas a seguir.

4.1 Fluxo de Caixa Descontado

O modelo de fluxo de caixa descontado é citado pela literatura como sendo um dos mais utilizados em avaliação de empresas, particularmente quando se objetiva mensurar o desempenho das ações no mercado acionário e, como consequência, traçar as políticas de aquisição, venda ou manutenção de investimentos.

Por essa abordagem, o valor da empresa é determinado pelo fluxo de benefícios projetado, descontado por uma taxa que reflita o custo de oportunidade e os riscos associados ao investimento. Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 55) argumentam que

[...] o valor intrínseco se baseia nos fluxos de caixa futuros ou no poder de ganhos da empresa. Isto significa, em essência, que os investidores estão pagando pelo desempenho que esperam obter da empresa no futuro, não por aquilo que ela fez no passado e, certamente, não pelo custo de seu ativo.

Depreende-se, assim, que ao ajustar o fluxo de caixa projetado, ao seu valor presente procura-se determinar o valor da empresa com base na capacidade de remuneração aos acionistas no longo prazo, através dos fluxos de caixa futuros esperados para a empresa.

Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p.185) destacam que

[...] em um mercado eficiente, o preço de mercado das ações reflete os lucros potenciais da empresa e seus dividendos, os riscos do negócio, os riscos financeiros decorrentes da estrutura de capital da empresa e o valor dos ativos, bem como as variáveis ambientais e outros fatores intangíveis que possam afetar o valor da empresa. Ou seja, reflete o valor presente do fluxo de caixa para os sócios.

Os autores anteriormente citados apresentam métodos diferentes para o modelo de fluxo de caixa, obtendo o valor presente do fluxo de caixa da empresa, dos acionistas e de dividendos. Portanto, o fluxo de caixa descontado possibilita diferentes informações, tendo em vista os objetivos dos diferentes usuários.

Na seqüência, são apresentados diferentes métodos de cálculo, porém, antes disso, são apresentadas situações em que o modelo baseado em fluxos de caixa apresenta limitações. Segundo Damodaran (2005, p.15), esta abordagem é mais fácil de ser utilizada “[...] para ativos (empresas) cujos fluxos de caixa sejam atualmente positivos e que possam ser estimados para períodos futuros com algum grau de confiabilidade, e onde exista um substituto para risco que possa ser utilizado para a obtenção de taxas de desconto.”

Alguns cenários em que a avaliação pelo fluxo de caixa descontado poderá encontrar dificuldades e necessitar de adaptações (o que não significa que esse modelo não possa ser usado nesses casos), conforme Damodaran (2005, p.15-17), são:

empresas em dificuldades; empresas cíclicas; empresas com ativos não utilizados; empresas com patentes ou opções de produtos; empresas em processo de reestruturação; empresas envolvidas em aquisições; empresas de capital fechado.

Esse modelo de avaliação, conforme já dito, pode ser analisado sob diferentes enfoques; os mais mencionados pela literatura são: a) fluxo de dividendos, b) fluxo de caixa do acionista e c) fluxo de caixa da empresa, os quais são apresentados a seguir.

4.1.1 Fluxo de dividendos

Nesse método, o valor do investimento é o valor presente de todos os dividendos futuros esperados, trazidos a valor presente pela taxa do custo do capital próprio. Damodaran (2005, p. 238) explica que

[...] quando os investidores compram ações, geralmente esperam obter dois tipos de fluxos de caixa: os dividendos durante o período em que conservam as ações e um preço esperado ao final deste período. Como esse preço esperado é determinado pelos dividendos futuros, o valor de uma ação é o valor presente dos dividendos até o infinito.

A simplicidade e a lógica intuitiva são os atrativos apontados por Damodaran (2005, p. 263) para o método de desconto de dividendos. O mesmo autor ressalta que muitos analistas acreditam que esse método se limita às ações de empresas estáveis e que pagam altos dividendos.

Um ponto a ser ressaltado é que o método de fluxo de dividendos só tem sentido para todos os acionistas se a empresa continuamente investir, na produção, o seu fluxo de caixa disponível. Caso contrário, se a empresa somente em períodos regulares de tempo atualizar e/ou substituir seu imobilizado, esse método só é válido para os acionistas minoritários. Esses acionistas, que não possuem o controle da companhia e por isso não têm possibilidade de fazer retiradas de capital, obrigatoriamente estão sujeitos à ineficiência de caixa da empresa, já que a princípio o mercado financeiro deveria produzir retorno menor que os ativos alocados na produção.

A princípio o mercado financeiro deveria produzir retorno menor que os ativos alocados na produção.

4.1.2 Fluxo de caixa do acionista

No fluxo de caixa do acionista, primeiramente projeta-se o fluxo de caixa operacional livre, onde são considerados os desembolsos necessários a todos os tipos de investimento, em capital de giro ou fixo, bem como eventuais fluxos provocados por desinvestimentos; a seguir, os aspectos de financiamento (pagamento de juros e amortização de dívidas, bem como ingressos de novos endividamentos) são incluídos na análise. Nesse caso, o desconto dos fluxos de caixa do acionista é efetivado ao custo do capital próprio. Damodaran (2005, p.123) apresenta que

Um ponto importante que deve ser considerado é que esse método está baseado na premissa de que o acionista deverá retirar, além dos dividendos, o montante de caixa excedente à necessidade operacional, já que ele sempre terá outra opção de investimento que produzirá pelo menos o custo do seu capital próprio; e também que, se a atividade operacional necessitar de aporte de capital, o acionista o fará, garantindo assim sua continuidade.

Copeland, Koller e Murrin (2002, p.155-156) afirmam que

Investidores num ativo recebem um direito residual sobre seus fluxos de caixa; isto é, têm direito a quaisquer fluxos de caixa excedentes após o atendimento de todas as obrigações financeiras, incluindo o pagamento das dívidas e depois que tenham sido atendidas as necessidades de reinvestimento da empresa.

Segundo Martins (2001, p.280), “[...] no caso dos bancos comerciais, seu passivo é praticamente todo ele operacional; faz parte do negócio e não se vai, como regra, avaliá-lo à parte por não ser liquidável da aquisição. Daí, para sua avaliação, não ser aplicável o conceito de valor da empresa, e sim o valor para o acionista.”

O mesmo raciocínio é aplicado para seguradoras, sociedades de capitalização e de previdência complementar.

[...] embora o modelo de fluxo de caixa do acionista seja intuitivamente a técnica mais direta de avaliação de empresas, não é tão útil quanto o modelo de fluxo de caixa da empresa, salvo no caso de instituições financeiras. O desconto do fluxo de caixa do acionista proporciona menos informações sobre as fontes de criação de valor e não é tão útil para a identificação de oportunidades criadoras de valor.

É, do ponto de vista técnico, o mais completo método de avaliação.

4.1.3 Fluxo de caixa da empresa

Esse método é também encontrado na literatura como fluxo de caixa descontado da firma.

Segundo Damodaran (2005, p. 134), “[...] uma empresa é composta de todos os seus detentores de direitos e inclui, além dos investidores em patrimônio líquido, os detentores de obrigações. Os fluxos de caixa para a empresa são, portanto, os fluxos de caixa acumulados de todos esses detentores de direitos.”

Assim, trabalha-se com o fluxo de caixa operacional líquido produzido pelos ativos operacionais, deduzido dos montantes necessários a novos investimentos em capital de giro e capital fixo e acrescido de eventuais liberações de recursos por desinvestimentos nesses grupos, mas não são considerados os fluxos relativos aos financiadores. De acordo com Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p.18), “[...] por meio da abordagem Fluxo de Caixa Livre da Empresa, o que se determina é a capacidade de geração de caixa proveniente das oper-

ações normais da empresa, ou seja, seu potencial de gerar riqueza em decorrência de suas características operacionais.”

O fluxo de caixa para a empresa é trazido a valor presente pelo custo médio ponderado de capital, ou, como geralmente apresentado na literatura, wacc. Para Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 139), “[...] para condizer com a definição de fluxo de caixa, a taxa de desconto aplicada ao fluxo de caixa livre deve refletir o custo de oportunidade de todos os provedores de capital ponderado por sua contribuição relativa para o capital total da empresa.”

O modelo de fluxo de caixa da empresa tem como pressuposto que o wacc seja constante durante toda a existência da sociedade.

Outro ponto a ser levantado é que, para o cálculo do wacc, os capitais a serem ponderados (próprio e de terceiros) devem estar a seus respectivos valores de mercado. Na prática, utiliza-se muito o valor contábil no seu cálculo, levando a uma distorção na ponderação do capital, o que proporciona um valor de fluxo de caixa descontado da empresa, no mínimo, equivocado (veja-se Martins, 2005, onde esse assunto é dissecado). Esse modelo tem, portanto, um vício circular: é necessário conhecer o valor de mercado do patrimônio líquido e o do passivo financeiro para se calcular o valor da empresa como um todo. Conhecido o valor total da empresa, deduz-se o valor do passivo, chegando ao valor do capital próprio (patrimônio líquido) (por isso a utilização, equivocada, dos valores contábeis desses dois provedores de capital para a avaliação da firma).

4.2 Modelo de Avaliação Relativa

Os modelos de avaliação relativa, também conhecidos como modelos de avaliação por múltiplos, mensuram o valor de uma empresa a partir de parâmetros de empresas similares. Conforme Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p.183), “[...] a aplicação de tal metodologia para se determinar o valor de uma empresa consiste em encontrar outra empresa idêntica, ou pelo menos comparável, obter seus múltiplos e aplicá-los aos parâmetros da empresa analisada.”

Damodaran (2005, p.18) apresenta que “[...] a atratividade dos indicadores é que são simples e é fácil de relacioná-los. Podem ser utilizados para obter estimativas de valor com rapidez, para empresas e ativos, e são especialmente úteis quando há um grande número de empresas comparáveis.”

Porém, segundo Damodaran (2005, p.18-19), podem ser facilmente manipulados e usados incorretamente, além de permitirem a inclusão de erros que o mercado pode estar cometendo na avaliação das empresas comparáveis.

A exemplo de Damodaran (2005, p.18), Martelanc, Pasin e Cavalcanti (2005, p.197) defendem que “[...] a simplicidade, a rapidez na precificação de novas informações e a necessidade de poucas informações são as principais vantagens da avaliação por múltiplos em relação aos outros métodos.” Martelanc, Pasin e Cavalcanti (2005, p.198) destacam como desvantagem da avaliação relativa a “[...] diferença nos fundamentos das empresas comparáveis, qualidade das informações, especificidades de cada transação e efeito manada.”

Este último ocorre quando todo um setor está super ou subavaliado.

Para a correta utilização desse modelo, é necessário que o avaliador deixe explícitos quais critérios levou em consideração para definir o que são empresas similares ou comparáveis. Como exemplo de critérios, Damodaran (2005, p.18) cita risco e crescimento.

Dadas as suas características, os modelos de avaliação relativa só se prestam a empresas relativamente maduras e com comportamento esperado próximo à média do mercado onde se inserem. São esses modelos, na verdade, formas simplificadas de mensuração de valores de investimento que sejam compatíveis com fluxos futuros de caixa esperados, fluxos esses calculados a partir de alguma base: lucro, faturamento etc.

4.2.1 Múltiplos de Lucro

Martins (2001, p.270) afirma que o indicador Preço/Lucro (P/L),
Deve-se salientar que, para o cálculo dos múltiplos de lucro, não são considerados os itens não recorrentes do resultado.

Segundo Cerbasi (2003, p.11), a “[...] principal vantagem do uso deste indicador está na sua simplicidade, podendo ter como parâmetros de avaliação dados presentes e históricos da empresa.”

Além dessa, o autor também comenta que a avaliação do lucro por ação é bastante útil

[...] num mercado eficiente, proporcionaria uma medida normalizada para comparar os preços das ações. Uma relação P/L alta indica a existência da expectativa de crescimento dos benefícios gerados pela empresa. Ela também é interpretada como o tempo em que se recupera o investimento inicial, considerando que os níveis de benefícios permanecerão constantes.

quando se pretende avaliar um grande número de empresas para identificar melhores oportunidades de investimento, servindo, nesse caso, como uma espécie de filtro para pré-qualificar um grupo de melhores oportunidades.

Copeland, Koller e Murrin (2002) apontam como principais restrições a esse indicador a exigência de poucas informações relevantes para o seu cálculo e a adoção do lucro como parâmetro; isso tende a focar a gestão da empresa na demonstração de resultados, proporcionando pouca importância ao montante e ao timing do fluxo de caixa da empresa, ou seja, não tem como foco a maximização do valor da empresa.

Ao comentar as limitações deste indicador, Martins (2001, p.270) apresenta que, “[...] na realidade, apesar de aceito pelo mercado, observamos algumas limitações [...], tais como: 1) considera o lucro contábil; 2) ignora o valor do dinheiro no tempo e os riscos; e 3) considera implícita a idéia de eficiência de mercado.”

Por outro lado, esse indicador trabalha com a hipótese de que, no longo prazo, lucro e caixa gerado se igualam, o que é verdade. Só que eles têm distribuições temporais diferentes e isso é relevante.

4.2.2 Múltiplos de EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortization)

Martins (1998a, p. 3) pondera que

[...] num mercado eficiente, proporcionaria uma medida normalizada para comparar os preços das ações. Uma relação P/L alta indica a existência da expectativa de crescimento dos benefícios gerados pela empresa. Ela também é interpretada como o tempo em que se recupera o investimento inicial, considerando que os níveis de benefícios permanecerão constantes.

Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p. 207) informam que

[...] o valor da empresa é obtido a partir de seu fluxo de caixa e que este é fortemente relacionado com o EBITDA. A principal vantagem do EBITDA sobre o fluxo de caixa é a simplicidade de sua obtenção a partir dos demonstrativos financeiros. Uma segunda vantagem é o fato de não necessitar de estimativas médias ou projetadas de contas como a de investimentos, que podem oscilar muito em razão dos planos de expansão da empresa. Isso explica a alta popularidade do múltiplo de EBITDA e a baixa utilização do múltiplo do fluxo de caixa. Uma ressalva ao múltiplo de EBITDA é que ele pode supervalorizar empresas que precisam de elevados investimentos para crescer.

Isso porque o EBITDA desconsidera as necessidades de retenção de recursos em novos investimentos para continuidade normal dos negócios.

Por causa disso, segmentos de negócios com características e necessidades de investimentos distintas requerem multiplicadores de EBTIDA diferentes.

4.2.3 Múltiplos de Patrimônio

De acordo com Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p. 207),

[...] o múltiplo P/PL é um dos mais usados no mercado acionário. É uma forma de medir quanto os investimentos feitos pelos acionistas ao longo do tempo, a preço de custo de aquisição, estão valorizados, o que auxilia nas comparações de super ou subavaliações de ações de empresas de setores iguais ou diferentes.

Mais adiante, Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p. 207) alertam que “[...] o múltiplo P/PL é fortemente influenciado pelos métodos contábeis adotados e pelos critérios de conservadorismo das empresas.”

Esse critério tem validade em setores onde as empresas, de forma geral, sabidamente têm rentabilidade compatível com os investimentos efetivamente nela colocados pelos seus proprietários.

4.2.4 Múltiplos de Faturamento

Neste caso, o lucro é substituído pelo faturamento no cálculo do múltiplo. Para Martins (2001, p.272), “[...] a simplicidade do modelo de múltiplos de faturamento parece compatível com pequenos negócios (padarias, farmácias, etc.), em que os eventos econômicos associados às operações da entidade possuem baixo nível de complexidade e existe forte homogeneidade no setor.”

Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p.208) argumentam que

[...] os múltiplos de receitas passaram a ser utilizados mais constantemente nos últimos anos em decorrência da grande onda de ofertas públicas iniciais (IPOs) no mercado norte-americano de empresas pertencentes à nova economia. Isso se deve ao fato de as empresas ponto.com, que não possuem lucros nem longos históricos, não terem como ser avaliadas, na grande maioria das vezes, pelos múltiplos de lucros e de EBITDA ou pelo método do fluxo de caixa descontado.

As vantagens dos múltiplos de faturamento, segundo Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p.209) são: “[...] as vendas são mais difíceis de serem manipuladas do que os outros dados contábeis e o fato do faturamento ser menos volátil.”

Esse indicador parte do pressuposto que, em determinado ramo, o caixa gerado é função direta do faturamento. Mas desconsidera que a estrutura de despesas fixas e variáveis faz com que o percentual de caixa gerado sobre o faturamento não seja constante mesmo em empresas com níveis gerenciais equivalentes.

4.3 Economic Value Added – EVA

De acordo com Müller e Teló (2003, p.111), “[...] o valor da empresa através do modelo é dado pela adição ao capital dos acionistas do valor presente do valor econômico adicionado pela empresa, considerando o custo de capital e a expectativa de crescimento futuro.”

Martins (2001, p.247) apresenta, como vantagens do EVA, as que seguem: “a) capacidade de conscientizar rapidamente o gestor sobre as expectativas do investidor em relação a sua atuação; e b) simplicidade de compreensão.”

As grandes virtudes do EVA, tratadas pelos autores da área, envolvem variáveis de gerenciamento e de participação dos envolvidos nos conceitos de criação de valor para o acionista. A expectativa e o crescimento futuro da empresa são direcionados por conceitos que envolvem gastos com pesquisa e desenvolvimento, vendas e marketing como investimentos para melhoria de desempenho, habilidades para diferenciação do produto, entre muitas outras (MÜLLER; TELÓ, 2003, p.111).

A maior crítica oferecida é a do uso de ajustes contábeis, às vezes tão arbitrários quanto as regras de contabilização inicialmente utilizadas, para o ajuste das demonstrações utilizadas no cálculo (MÜLLER; TELÓ, 2003, p.111).

O EVA é considerado um modelo bastante complexo. As limitações apresentadas ao conceito EVA são que (MARTINS, 2001, p.247):

- a) apesar de reconhecer a inadequação dos resultados contábeis tradicionais para a mensuração do valor do empreendimento, o modelo limita-se a ajustá-los globalmente, em vez de tratar as informações à medida que ocorrem os eventos; e
- b) a base de resultados globais da empresa impede a identificação da contribuição gerada por área.

5 Apresentação da pesquisa e análise dos dados

Os questionários foram encaminhados para todos os associados da APIMEC via e-mail, bem como foram também coletados questionários nos eventos organizados pela APIMEC em outubro e novembro de 2005, em São Paulo.

A amostra é não probabilística, já que foi composta pelos 28 profissionais de investimento que se dispuseram a responder o questionário. Martins (2002a, p.49) define o método não probabilístico denominado amostragem acidental como “[...] uma amostra formada por aqueles elementos que vão aparecendo, que são possíveis de se obter até se completar o número de elementos da amostra.”

O questionário contém doze questões, sendo duas delas divididas em duas partes, perfazendo um total de quatorze perguntas a serem respondidas. Destas, três eram perguntas discursivas.

As quatro primeiras questões objetivam uma visão geral da utilização dos métodos de avaliação, as três seguintes abordam aspectos específicos do modelo de fluxo de caixa descontado e as demais tratam de variáveis relacionadas ao modelo de avaliação por múltiplos.

Na primeira questão, objetivou-se saber quais os métodos de avaliação mais utilizados nos setores industrial, comercial, de serviços e financeiros. A Tabela 1 apresenta os três métodos mais utilizados em cada setor. Ressalta-se que outros métodos foram listados nas alternativas de respostas, mas receberam pouca indicação. Como, nessa questão, os pesquisados poderiam indicar até três métodos que mais utilizam para avaliar cada setor, os percentuais apresentados não são cumulativos e sim individuais.

Tabela 1 - Métodos de avaliação mais utilizados por setor			
Indústria	Comércio	Serviços	Financeiro
FCDE – 64%	FCDE – 54%	FCDA – 54%	ML – 43%
FCDA – 46%	FCDA – 54%	FCDE – 50%	FCDA – 32%
ML – 39%	ML – 32%	ML – 39%	MP – 32%

FCDE – Fluxo de caixa descontado da empresa

FCDA – Fluxo de caixa descontado do acionista

ML – Múltiplos de lucro

MP – Múltiplos de patrimônio

Fonte: Dados da pesquisa

O resultado encontrado neste item demonstra que os métodos baseados no fluxo de caixa descontado são os mais utilizados pelos profissionais de investimento. Em especial, o fluxo de caixa descontado para a empresa, sendo o mais utilizado nos setores industrial e comercial e o segundo em serviços, em que pese o problema conceitual relativo ao wacc.

O setor financeiro é o que apresenta comportamento mais destoante em relação aos demais, com o modelo de múltiplos de lucro aparecendo como o mais utilizado e o de múltiplo de patrimônio em terceiro lugar. Cabe ressaltar que, mesmo não estando entre os métodos mais indicados pelos respondentes, 21% deles apontaram o FCDE para avaliação de empresas do setor financeiro, o que vai de encontro com a literatura especializada (é possível que alguns profissionais de investimento tenham entendido setor financeiro de uma forma mais abrangente, incluindo corretoras, por exemplo. Isso poderia explicar esse percentual elevado em relação às expectativas comentadas no tópico 4.1.2.).

Na segunda questão, observa-se que, para 81% dos respondentes, o controle acionário, nacional ou estrangeiro, não interfere na seleção do método de avaliação.

O mesmo ocorre em relação ao fato de ser a primeira oferta pública ou oferta tradicional de ações. Nesse caso, 64% dos respondentes afirmaram não haver diferença na escolha do método.

No caso de resultados diferentes quando da avaliação por vários métodos, 36% dos respondentes afirmaram optar pelo resultado apresentado no FCDE, 14% pelo FCDA e 11% pelos múltiplos de lucro.

Mesmo existindo, no fluxo de caixa descontado da empresa, uma falha conceitual na utilização do wacc, como abordado no tópico 4.1.3, esse é o modelo preferido pelo mercado para o processo de avaliação.

Em relação ao tempo de projeção para o fluxo de caixa descontado, verifica-se, no Gráfico 1, que a maioria dos respondentes afirmou que varia caso a caso.

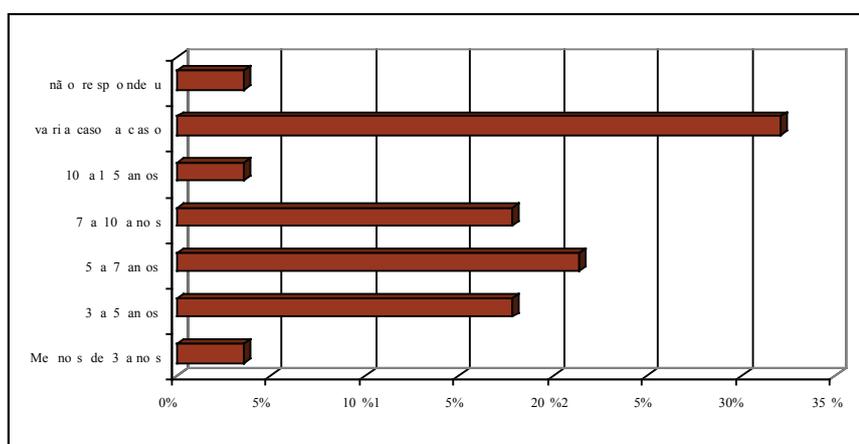


Gráfico 1 - Tempo de projeção do fluxo de caixa

Fonte: Dados da pesquisa

Esse resultado é considerado normal, já que o tempo de projeção depende de vários fatores, entre eles o objetivo da avaliação, o setor de atividade, a estabilidade do ambiente econômico e o risco do negócio.

Ao calcular o valor residual para o fluxo de caixa descontado, 58% responderam que utilizam o método da perpetuidade com crescimento, e 25% o método da perpetuidade sem crescimento. Esta última alternativa (25%) deixa transparecer uma certa prudência dos profissionais de investimento, demonstrando que preferem não sofrer com incertezas quanto à taxa de crescimento da empresa, do setor ou da economia.

Quanto aos cenários de avaliação, 36% responderam que utilizam três cenários diferentes. Muito provavelmente esses profissionais de investimento elaboram um cenário padrão, um otimista e um pessimista. Já 18% utilizam somente um e o mesmo percentual de respondentes opta por utilizar dois cenários diferentes para avaliar empresas. As principais variáveis que influenciam os cenários, de acordo com os respondentes, são: custo ponderado do capital (wacc), variação de receita e de custos, câmbio, perpetuidade, entre outros.

A maioria dos participantes da pesquisa (54%) afirmou utilizar múltiplos de mercado externo, embutindo nestes um diferencial relativo ao risco devido às especificidades do mercado acionário brasileiro, com pequeno número de empresas com ações negociadas na bolsa, baixa liquidez e grande volatilidade. Para 43% dos respondentes, esses motivos não justificam o uso de múltiplos de outros países.

Mesmo sendo o fluxo de caixa descontado o modelo preferido pelo mercado, os modelos de múltiplos também são amplamente utilizados. A questão nove solicitou que os profissionais de investimento que empregassem múltiplos indicassem quais eram os múltiplos mais e menos utilizados. Em primeiro lugar, cabe ressaltar que nenhum respondente afirmou não usar múltiplos. No Gráfico 2, estão demonstrados quais os métodos de avaliação por múltiplos que

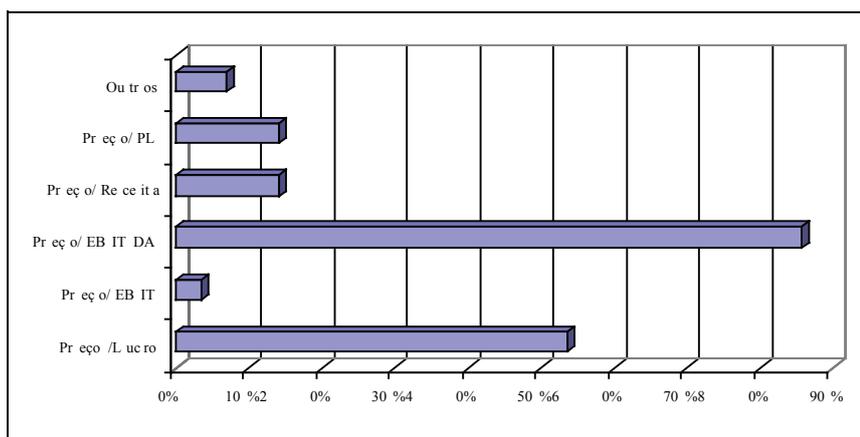


Gráfico 2 - Múltiplos mais utilizados pelos profissionais de investimento

Fonte: Dados da pesquisa

os profissionais de investimento mais utilizam nos processos de avaliação.

Entre os múltiplos mais utilizados, o P/EBITDA ganha destaque, sendo apontado por 86% dos respondentes. O segundo método apontado como mais utilizado foi o P/L com 54%.

Os respondentes apontaram também os múltiplos menos utilizados e, nesse caso, não houve uma tendência mais enfática para qualquer um deles. O Gráfico 3 mostra o resultado obtido nessa questão.

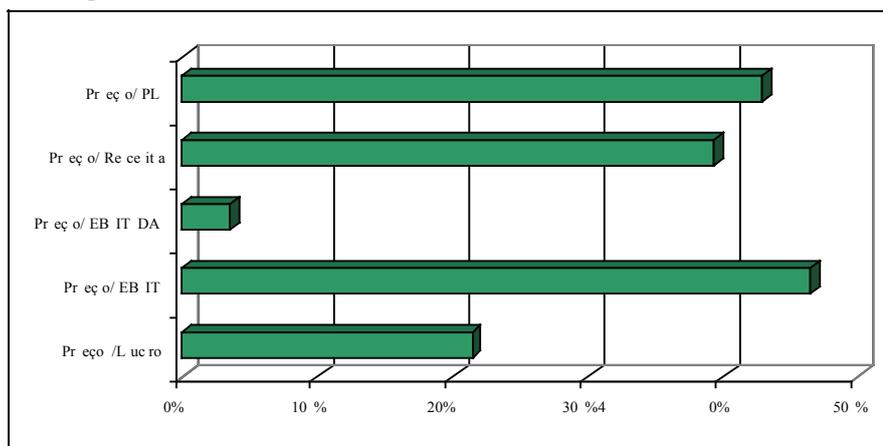


Gráfico 3 - Múltiplos menos utilizados pelos profissionais de investimento

Fonte: Dados da pesquisa

Percebe-se que o modelo menos utilizado pelos profissionais que participaram da pesquisa é o P/EBIT, seguido do P/PL.

No indicador P/PL, esta pesquisa apresentou divergência em relação à afirmação de Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p.207), que sugerem ampla utilização do P/PL no processo de avaliação.

Comparando os dados constantes dos Gráficos 2 e 3, percebe-se que o múltiplo P/L foi indicado como um dos mais utilizados por 54% dos respondentes, ao mesmo tempo em que 21% dos participantes o indicaram como um dos menos utilizados, demonstrando ser esse um indicador, de certa forma, polêmico. Nos demais indicadores, os dados são complementares, ou seja, os métodos citados como os mais utilizados são pouco citados entre os menos utilizados.

Como a avaliação através dos múltiplos requer a comparação entre os indicadores de diferentes empresas, perguntou-se aos profissionais de investimento quantas empresas são necessárias para a comparação: 32% dos respondentes acreditam ser necessárias mais do que quatro empresas comparáveis; o mesmo número de respondentes considera três; e 29% consideram necessárias quatro empresas para se fazer a avaliação relativa.

Os critérios para seleção de empresas comparáveis mais citados pelos profissionais de investimento foram: setor econômico, porte, tempo de atuação, localização geográfica e características operacionais.

Para o cálculo dos múltiplos, 43% dos participantes da pesquisa afirmaram preferir dados passados, enquanto 57%, dados projetados. Os primeiros justificam sua opção com os argumentos da objetividade e da confiabilidade nos valores. Já os segundos afirmam que os dados projetados estão mais relacionados com o futuro da empresa e que, para avaliação de empresas, o que vale são as expectativas de resultados futuros.

6 Considerações finais

Como se pode depreender da leitura do texto, é possível afirmar que, dos vários modelos de avaliação apresentados, o mais utilizado, pelos profissionais de investimentos do mercado de capitais que participaram deste estudo, é o modelo de fluxo de caixa descontado e, dentre os métodos deste modelo, o considerado mais confiável, conforme apresentado nos resultados anteriormente comentados, é o fluxo de caixa descontado da empresa.

Além da ampla utilização do modelo acima citado, constatou-se também expressiva utilização dos modelos de avaliação relativa, em especial, o múltiplo preço/EBITDA.

Intrinsecamente, todos os métodos de avaliação de empresas, desde os mais simples, como os múltiplos, até os mais elaborados, como o fluxo de caixa descontado, estão calcados no retorno sobre o investimento, considerando o risco inerente a cada alternativa. A escolha de cada método depende dos fins a serem alcançados com a avaliação, bem como da disponibilidade de informações.

Outra constatação apurada pela pesquisa foi a de que, apesar de ser um método bastante difundido, o EVA é um indicador pouco utilizado na prática pelos profissionais de investimento.

Método	% de utilização	Aplicação	Limitação
Fluxo de caixa descontado de dividendos	25% - setor financeiro 14% - setor industrial 11% - comércio e serviços	Acionistas minoritários	Necessita conhecer o custo do capital próprio do acionista e corre o risco de subavaliação quando de recursos financeiros ociosos.
Fluxo de caixa descontado do acionista	46% - indústria 54% - comércio 54% - serviços 32% - financeiro	Aplica-se para qualquer situação de avaliação. Especialmente para empresas que tenham passivo operacional muito expressivo, como as instituições financeiras, seguradoras, sociedades de capitalização e entidades de previdência complementar.	Premissa básica: o acionista tem o dever de retirar o capital ocioso da empresa, de fazer novos aportes quando a companhia precisar investir. Necessita conhecer o custo do capital próprio do acionista.
Fluxo de caixa descontado da empresa	64% - indústria 54% - comércio 50% - serviços 21% - financeiro	Em qualquer situação exceto as empresas com passivo operacional muito expressivo.	Definição da taxa do <i>wacc</i> . Utilização do <i>wacc</i> com base nos valores contábeis.
Múltiplos de lucro	39% - indústria 32% - comércio 39% - serviços 43% - financeiro	Empresas relativamente maduras e com comportamento esperado próximo à média do mercado onde se inserem.	Considera o lucro contábil. Ignora o valor do dinheiro no tempo e os riscos. Considera implícita a idéia de eficiência de mercado.
Múltiplos de EBITDA	Utilizado por 86% dos profissionais pesquisados	Empresas relativamente maduras e com comportamento esperado próximo à média do mercado onde se inserem.	Desconsidera as necessidades de retenção de recursos em novos investimentos para continuidade normal dos negócios.
Múltiplos de Patrimônio	18% - indústria 18% - comércio 21% - serviços 32% - financeiro	Empresas relativamente maduras e com comportamento esperado próximo à média do mercado onde se inserem.	Fortemente influenciado pelos métodos contábeis adotados e pelos níveis de conservadorismo das empresas.
Múltiplos de faturamento	18% - indústria 14% - comércio 21% - serviços 7% - financeiro	Empresas relativamente maduras e com comportamento esperado próximo à média do mercado onde se inserem, em especial para pequenos negócios.	Desconsidera diferenças de margens financeiras conforme diferentes níveis de faturamento.

Quadro 1 - Utilizações, aplicações e limitações dos métodos de avaliação

Fonte: Elaborado pelos autores

O Quadro 1 resume os achados durante a pesquisa quanto ao índice de utilização, aplicações e limitações dos métodos de avaliação, respondendo assim à questão proposta, qual seja: quais modelos de avaliação são utilizados pelos analistas de mercado na aferição do valor de uma ação, e quais as aplicações e limitações de cada modelo.

É importante ressaltar que o resultado do presente trabalho não pode ser generalizado a outras situações, pois não é uma amostra probabilística e pode ser considerada pequena, já que apenas 28 profissionais de investimento associados à APIMEC responderam o questionário.

Referências

CERBASI, Gustavo Petrasunas. **Metodologias para Determinação do Valor das Empresas: uma Aplicação no Setor de Geração de Energia Hidrelétrica**. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas – Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas**. Tradução: Allan Vidigal Hastings. 3ª ed. São Paulo: Makron Books Ltda., 2002.

CORNELL, B. **Corporate Valuate Tools for Effective Appraisal and Decision Making**. New York: Mc Graw Hill Co., 1994.

DAMODARAN, A. **Avaliação de Investimentos – Ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4ªed. São Paulo: Atlas, 2002.

MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; CAVALCANTE, Francisco. **Avaliação de empresas: um guia para fusões e aquisições e gestão de valor**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.

MARTINS, Eliseu. EBITDA – **O que é isso?** Temática Contábil e Balanços, Boletim IOB 06/98, São Paulo, 1998a.

MARTINS, Eliseu. **Avaliando a empresa (I)**. Temática Contábil e Balanços, Boletim IOB 10/98, São Paulo, 1998b.

MARTINS, Eliseu (org). **Avaliação de Empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Estatística Geral e Aplicada**. 2ªed. São Paulo: Atlas, 2002a

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para Elaboração de Monografias e Dissertações**. 3ªed. São Paulo: Atlas, 2002b.

MARTINS, Vinícius Aversari. **Interações entre estrutura de capital, valor da empresa e valor dos ativos.** 2005. Tese (Doutoramento em Controladoria e Contabilidade). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

MÜLLER, Aderbal N.; TELÓ, Admir Roque. **Modelos de avaliação de empresas.** Revista FAE, Curitiba, v.6, n.2, p.97-112, maio/dez. 2003.