

MÉTODO DE ANÁLISE DE BALANÇOS NAS AÇÕES DE HAVERES DE SÓCIOS

1 - Fundamentação Teórica:

1 - Conceitos de Valor e Preço

Os métodos de avaliação são apresentados a seguir:

- Valor Contábil ou *Book Value* (**Valor** exatamente igual ao que foi escriturado nos livros **contábeis** de uma empresa, sem redução **ou** aumento).
- Valor de Mercado da Empresa em Bolsa de Valores (O valor de mercado - capitalização bursátil é o **valor de mercado** das empresas emissoras de ações integrantes da carteira teórica dos índices. Esse valor é apurado pelo resultado da multiplicação da quantidade de cada tipo/classe de ação de emissão da empresa pela sua respectiva cotação de mercado).
- Valor Econômico da Empresa, entre outros. (valor econômico da empresa como os lucros, os dividendos, a estrutura financeira, a qualidade da gestão e as perspectivas do mercado, entre outras).

Todo o arcabouço norteador dos Princípios Fundamentais de Contabilidade vigentes está focado na determinação de diretrizes quanto à avaliação dos ativos e passivos e reconhecimento das mutações patrimoniais, na pressuposição da continuidade da sociedade.

Assim, as transações da sociedade avaliada são registradas no momento de sua realização (*princípio da oportunidade*), pelos seus valores originais (*princípio do registro pelo valor original*), aceitando-se para determinados itens patrimoniais seja reconhecido os efeitos da modificação do poder aquisitivo da moeda nacional (*princípio da atualização monetária*), reconhecendo-se as mutações patrimoniais (receitas e despesas) quando de sua ocorrência (*princípio da competência*) e adotando-se sempre o menor valor para os ativos e o maior para os passivos em face de várias alternativas valorativas equivalentes (*princípio da prudência*).

Portanto, as demonstrações contábeis usuais da sociedade em processo de avaliação judicial, em continuidade operacional, refletem valores de entrada por força dos Princípios Fundamentais de Contabilidade e Normas Brasileiras de Contabilidade, o que exige sejam reelaboradas à luz das determinações judiciais.

1.2 - Considerações sobre Avaliação de Empresas

Enquanto roteiro técnico, a NBC-T-4 é muito rica nos procedimentos a serem observados na elaboração do balanço *de* determinação, base técnica da apuração de haveres, por determinação judicial ou balanço especial. Respeitando os pronunciamentos dos Tribunais, a análise a seguir segue de perto os ensinamentos da citada norma.

2 - Alguns Métodos de Avaliação de Empresas

2.1 - Avaliação Patrimonial Contábil

Demonstrações financeiras da empresa, onde se apura que o **valor da empresa** é o valor de seu próprio **patrimônio líquido** (valor patrimonial). Este último também é chamado de *Book Value* que corresponde aos ativos menos os passivos presentes no balanço, como este método a equação a seguinte:

Valor da empresa = Ativos Contábeis – Passivos exigíveis contábeis = Patrimônio Líquido.

Entre os fatores que dificultam a utilização deste método, pode-se destacar:

- As demonstrações contábeis, normalmente, estão baseadas em custos históricos, não atribuindo aos ativos seus valores correntes;
- A contabilização de acordo com o princípio de competência, associada com os conceitos da realização de receitas e da confrontação de despesas, torna a contabilidade desbalanceada com relação a alguns direcionadores de valor como o conceito do valor do dinheiro no tempo e do risco associado;
- Existem várias operações que não são registradas nas demonstrações contábeis tradicionais que entretanto são muito relevantes para apuração do valor econômico de uma empresa, como operações de arrendamento mercantil, derivativos, garantias oferecidas, entre outras, além é claro, de grande parte dos chamados ativos intangíveis, em especial o *Goodwill*, que será destacado adiante.

2.2 - Avaliação Patrimonial de Mercado

Os ativos que compõem o balanço da empresa podem se avaliados por: **valores de entrada** e de **saída**. Exemplos:

<u>Item Patrimonial</u>	<u>Critério de Avaliação</u>
Estoques de Matéria Prima	Custo de reposição
Contas a Receber	Valor presente do recebimento futuro
Passivo Exigível	Ajustado a seu valor de mercado, (condições do crédito e taxas de juros acordadas)

Fonte: MARTINS (2001, 269)

Neste modelo, a equação para se chegar ao valor da empresa seria a seguinte:

$$\text{Valor da Empresa} = \text{Valor dos Ativos Ajustados} - \text{Valor dos Passivos Ajustados}$$

2.3 - Avaliação com Base no Valor das Ações em Bolsas de Valores

Válido apenas para sociedades anônimas de capital aberto, e tendo suas ações não apenas negociadas em bolsa de valores, mas também com expressiva liquidez de mercado, que elimine oscilações especulativas de seu preço.

Através deste método, o valor da empresa é calculado pela seguinte equação:

$$\text{Valor da Empresa} = (\text{Cotação das Ações Ordinárias} \times \text{Qtde. Ações Ordinárias Emitidas}) + (\text{Cotação das Ações Preferenciais} \times \text{Qtde. Ações Preferenciais Emitidas})$$

Este método tem como premissa básica a Teoria de Eficiência do Mercado, e apura o chamado Valor de Mercado da Empresa.

EXEMPLO DE LAUDO TÉCNICO CONTÁBIL DE AVALIAÇÃO DE EMPRESA COM BASE NO VALOR DE COTAÇÃO DAS AÇÕES NEGOCIADAS EM BOLSA

Aos Acionistas e Diretores

XXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXXX S.A.

1. Apresentação da empresa avaliadora

SENTENÇA ASSESSORIA E CONSULTORIA, estabelecida na cidade, na Rua, nº, inscrita no Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica do Ministério da Fazenda sob o nº., registrada originariamente no Conselho Regional de Contabilidade do Estado de São Paulo sob o nº SP, nomeado pelo para proceder à avaliação da empresa apresenta a seguir a abrangência e o resultado de seus trabalhos e os comentários pertinentes.

2. Critérios de avaliação de acordo com as normas vigentes

A avaliação da companhia.....S.A. (a companhia objeto) para a data-base à época própria da feitura da presente avaliação datada em, tem por objetivo uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) e foi procedida, de acordo com os termos da Lei das Sociedade por Ações (Lei 6.404/76) e o disposto pela Instrução CVM No. 361, de 5 de março de 2002, em especial o artigo 8.

Em decorrência do disposto nesse artigo, elaboramos os seguintes raciocínios:

- (a) O critério estabelecido no § 3º item I do referido artigo, preconiza a avaliação pelo “preço médio ponderado de cotação das ações da companhia objeto na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, nos últimos 12 (doze) meses, se houver...”. Este critério de avaliação resulta praticável nas circunstâncias.
- (b) O critério estabelecido no § 3º item II do referido artigo, preconiza a avaliação pelo “valor do patrimônio líquido por ação da companhia objeto apurado nas últimas informações periódicas enviadas à CVM”. As últimas informações periódicas enviadas pela companhia objeto à CVM correspondem às informações trimestrais ITR de xx de xxxxx de xxxx, que apresenta insuficiência de ativos sobre passivos (patrimônio líquido negativo), no montante de R\$ xxx mil, com o qual o valor das ações seria também negativo ou, em termos práticos, zero.
- (c) Em xx de xxxxx de xxxx, a companhia objeto publicou as demonstrações contábeis em 31 de dezembro de xxxx, que incluem os resultados do exercício findo nessa data. Essas demonstrações contemplam o provisionamento integral do principal elemento do ativo da companhia, qual seja o investimento na **empresa x**, que vinha sendo demonstrado no valor de R\$ xxxxxx mil e que, por ser objeto de pendência judicial cujo resultado inicial havia sido desfavorável à companhia objeto, vinha sendo objeto de ressalva no parecer dos auditores independentes. Em decorrência do citado provisionamento, os auditores da companhia objeto emitiram parecer sem ressalvas sobre as demonstrações contábeis da **xxxxxx S.A.** em

31 de dezembro de xxx. Também como consequência do provisionamento referido acima, do prejuízo operacional causado pela ausência de receitas e a continuidade de despesas operacionais destinadas à manutenção da estrutura administrativa da companhia, o patrimônio líquido da **xxxxx S.A.** apresenta-se negativo em R\$ xxxxx mil em 31 de dezembro de xxxx, o que nos leva a confirmar a opinião de que, à data da nossa avaliação, se adotado o critério preconizado pelo no § 3º item II do artigo 8 da Instrução CVM No. 361, de 5 de março de 2002, o valor das ações seria negativo ou, em termos práticos, zero.

- (d) O critério estabelecido no § 3º item III do referido artigo, preconiza a avaliação pelo “valor econômico da companhia objeto, calculado pela regra do fluxo de caixa descontado ou por múltiplos...”, hipótese que também resulta impraticável, pois, de acordo com as demonstrações contábeis dos quatro exercícios findos em 31 de dezembro do ano anterior xxxx e nas informações trimestrais ITRs dos trimestres civis do ano xxxxx, já apresentadas à CVM, a companhia não vem operando, consistindo suas transações nas despesas necessárias à manutenção da atividade administrativa. Adicionalmente, as contas de receitas e despesas não operacionais observadas têm relação, substancialmente, com a constituição e reversão de provisões, itens que não movimentam recursos financeiros efetivos. Concluimos, então, que a aplicação deste critério resultaria em valor negativo ou zero do patrimônio líquido da companhia objeto.
- (e) A publicação das demonstrações contábeis da **xxxxxx S.A.** em 30 de março de xxxxx traz também apoio ao entendimento firmado por esta avaliadora a respeito da impossibilidade prática de utilização deste critério na avaliação das ações dessa companhia que nos foi encomendada, já que a companhia apresenta, em suas demonstrações contábeis auditadas, contas de resultado que podem ser assim resumidas:

<u>Natureza das contas</u>	<u>Valores</u> <u>Milhares de R\$</u>
Receitas Financeiras	1.916
Despesas Administrativas e outras Operacionais	(7.260)
Provisão para perdas em Investimentos	(30.691)
Resultado não Operacional - Receita	100
Prejuízo do Exercício	(35.935)

3. Critério adicional considerado

Em consideração à possibilidade de utilização de outro critério de avaliação, mesmo que não contemplado na Instrução CVM 361, referida neste laudo, analisamos a aplicabilidade do critério de avaliação dos ativos e passivos da **xxxxx S.A.** em 31 de dezembro de xxxx a valores de mercado.

Trabalhamos, para tanto, com as informações constantes das demonstrações contábeis da **xxxxx S.A.** em 31 de dezembro de xxxx, disponibilizadas pela companhia objeto em 30 de março de 2005 no portal da CVM - Comissão de Valores Mobiliários na rede internacional de computadores, que

podemos resumir como se segue:

<u>Natureza das contas</u>	<u>Ref.</u>	<u>Milhares de R\$</u>
<u>Ativos</u>		
Caixa e Equivalentes	(a)	8.625
Contas a Receber (substancialmente, impostos a recuperar)	(a)	5.081
Depósitos Judiciais - realizáveis à Longo Prazo	(b)	1.927
Investimentos	(c)	255
Imobilizado	(d)	57
Total dos Ativos a Valor Contábil		15.945
<u>Menos, passivos</u>		
Debêntures	(a)	(42.007)
Outras contas à pagar, a Curto e Longo Prazos	(a)	(640)
Provisão para Contingências	(b)	(6.462)
Total dos Passivos a Valor Contábil		(49.109)
Patrimônio Líquido Contábil Negativo		(33.164)

Em se levando em conta a natureza dos ativos e passivos e as notas explicativas às demonstrações contábeis acima referidas, disponibilizadas no portal da CVM de acordo ao anteriormente referido neste parágrafo, temos os seguintes comentários sobre a possibilidade de ajustes ao patrimônio líquido da **xxxxxxx S.A.** em 31 de dezembro de xxxxx, resumido no quadro acima:

(a) Refere-se a ativos e passivos que representam recursos líquidos e instrumentos financeiros e estão representados ao seu valor justo ou de mercado, não ensejando, portanto, qualquer ajuste ao patrimônio líquido acima referido.

(b) Valores que dependem de decisões judiciais ou de acordos extrajudiciais e que poderão, na hipótese mais favorável à empresa serem considerados como: (i) os ativos, recuperados integralmente; e (ii) os passivos, relevada a obrigação, revertidos para resultados. Em consequência, o ajuste mais favorável a valor de mercado destes itens poderia resultar em ajuste positivo do patrimônio líquido no montante de R\$ 6.462 mil.

(c) Investimento em empresa sem operações e que vem apresentando prejuízos.

(d) Valor irrelevante, representado por móveis e utensílios de escritório, com escasso valor de mercado.

Se consideradas as hipóteses mais favoráveis à companhia objeto e aos seus acionistas, o patrimônio líquido a valor justo ou de mercado, de acordo com o raciocínio acima, poderia ser assim apresentado:

<u>Natureza</u>	<u>Milhares de R\$</u>
Patrimônio líquido contábil negativo	(33.164)
Ajuste em (b)	6.462
Patrimônio líquido ajustado a valor Justo ou de Mercado	(26.702)

Em decorrência do exposto neste parágrafo, descartamos o critério alternativo de avaliação (valor justo ou de mercado) aventado neste parágrafo.

4. Escolha do critério de avaliação e sua justificativa

Em consideração da análise dos critérios de avaliação resumida no parágrafo 2 e complementada no parágrafo 3 acima, decidimos pela aplicação do critério preconizado pelo item I do § 3º do artigo 8º da Instrução CVM No. 361/02, que, nas circunstâncias, não somente entendemos ser o mais adequado, como é o único que resulta em valor positivo para as ações objeto da nossa avaliação, sendo portanto, escolhido como o mais adequado na definição do preço justo para as ações da companhia objeto na data-base da nossa avaliação. Com base nesse critério e nas cotações do ano calendário de 2005 constantes do Anexo I, que mostram uma média ponderada de R\$ 5,6871 por ação ordinária e R\$ 5,5012 por ação preferencial, e levando-se em consideração o total de ações da **xxxx S.A.**, avaliamos a companhia objeto em R\$ 877.639,55 (oitocentos e setenta e sete mil, seiscentos e trinta e nove reais e cinquenta e cinco centavos) nessa data, de acordo com o cálculo abaixo:

<u>Tipo de Ação</u>	<u>Quantidade</u>	<u>Preço</u>	<u>Total em R\$</u>
Ordinárias	52.586	5,6871	299.061,84
Preferenciais	105.173	5,5012	578.577,71
			877.639,55

Como parte de nossa avaliação, procedemos à análise sumária das demonstrações contábeis da **xxxxxxx S.A.** para os exercícios findos em 31 de dezembro de 2001, 2002, 2003 e 2004, que foram examinados por auditores independentes, sendo que para todos os exercícios mencionados os auditores qualificaram sua opinião, sujeitando-a aos efeitos de discussão judicial que a companhia objeto está mantendo sobre a incorporação da subsidiária **xxxxx S.A.** pela empresa **xxxxxxx**, sem emissão de novas ações em favor da companhia. Em função da incerteza quanto aos resultados do processo judicial, a companhia não contabilizou qualquer provisão para perda no referido investimento, que representa, em 30 de setembro de 2005, ativo permanente no montante de R\$ 30.691 mil. O resultado desse processo judicial também condiciona, segundo os auditores, as possibilidades de a companhia continuar operando. Revisamos também as demonstrações contábeis trimestrais (ITRs) dos trimestres findos em 31 de março, 30 de junho e 30 de setembro de xxxx e constatamos que a situação das contas não apresentava mudanças significativas.

5. Declarações da empresa avaliadora

Em cumprimento ao disposto no item V do § 3º do artigo 8º da Instrução CVM No 361/02, declaramos que:

- a. Nem a empresa **yyyyyyyyyyyyy**, nem seus sócios, nem pessoas vinculadas a ela ou aos seus sócios são titulares e/ou possuem sob sua administração discricionária ações da companhia objeto.
- b. Não existem quaisquer conflitos de interesses entre a companhia objeto, a **empresa yyyyyyyyyyyyyy** e seus sócios, que possam diminuir a independência necessária ao desempenho das funções dos avaliadores.
- c. Empresa **yyyyyyyyyyyyyyyyy** não recebeu nos 12 (doze) meses anteriores ao requerimento do registro da Oferta Pública de Ações da companhia objeto, nenhum valor dessa companhia a título de remuneração por quaisquer serviços de consultoria, avaliação, auditoria e assemelhados.
- d. O profissional que assina o laudo, **Perito xxxxxxxxxxxxxxxxxxx** foi responsável pela sua elaboração.
- e. **Empresa yyyyyyyyyyyyyy** receberá da **Empresa wwwwwwwwwwww** o montante de R\$ 28.000,00 pela elaboração do presente Laudo de Avaliação.

Termo em que
P. Deferimento

Local e Data

* * * * *

Cotações Ações Preferenciais 2005

<u>data</u>	<u>fech.</u>	<u>abert.</u>	<u>máx.</u>	<u>min.</u>	<u>méd.</u>	<u>Vol. Neg.</u>	<u>vol.</u>	<u>R\$</u>
3/1/2005	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	1	370	1.369
4/1/2005	6,00	5,90	6,00	5,90	5,96	4	4.770	28.620
7/1/2005	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	4	4.810	17.797
2/2/2005	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3	1.120	4.200
4/2/2005	3,70	3,71	3,71	3,70	3,70	3	4.070	15.059
9/2/2005	3,70	3,71	3,71	3,70	3,70	3	4.070	15.059
17/2/2005	3,51	3,51	3,51	3,51	3,51	2	1.050	3.686
18/2/2005	3,51	3,51	3,51	3,51	3,51	2	1.050	3.686
24/2/2005	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3	1.480	5.476
25/2/2005	4,00	3,99	4,00	3,99	4,00	3	1.200	4.800
11/3/2005	3,46	3,46	3,46	3,46	3,46	2	692	2.394
15/3/2005	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	1	740	2.738
16/3/2005	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	1	740	2.738
22/3/2005	4,00	3,80	4,00	3,80	3,99	6	5.580	22.320
23/3/2005	4,00	3,80	4,00	3,80	3,99	6	5.580	22.320
24/3/2005	4,40	4,20	4,60	4,20	4,40	6	7.920	34.848
28/3/2005	4,79	4,80	4,80	4,79	4,80	2	959	4.594
29/3/2005	4,60	4,80	4,80	4,60	4,74	4	3.320	15.272
30/3/2005	5,00	4,78	5,00	4,78	4,89	5	5.870	29.350
31/3/2005	5,20	5,00	5,20	5,00	5,11	3	1.530	7.956
1/4/2005	6,00	5,90	6,00	5,90	5,96	4	4.770	28.620
5/4/2005	7,00	6,60	7,00	6,60	6,67	4	4.000	28.000
6/4/2005	8,10	8,01	8,50	8,00	8,13	9	13.010	105.381
12/4/2005	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	1	800	6.400
13/4/2005	8,35	7,05	8,35	7,05	7,87	5	7.080	59.118
15/4/2005	7,01	7,01	7,01	7,01	7,01	3	4.210	29.512
20/4/2005	7,90	7,90	7,90	7,90	7,90	1	790	6.241
22/4/2005	7,01	7,01	7,01	7,01	7,01	1	701	4.914
28/4/2005	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	5	5.600	39.200
2/5/2005	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	1	700	4.900
3/5/2005	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	4	2.500	12.500
4/5/2005	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	1	550	3.025
11/5/2005	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	1	525	2.756
23/5/2005	5,45	5,45	5,45	5,45	5,45	1	545	2.970
27/5/2005	5,30	5,40	5,40	5,30	5,34	3	2.670	14.151
1/6/2005	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	1	600	3.600
4/6/2005	8,10	8,01	8,50	8,00	8,13	9	13.010	105.381
6/6/2005	5,01	5,50	5,50	5,00	5,15	5	4.640	23.246
7/6/2005	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	1	500	2.500
8/6/2005	4,00	4,60	4,60	4,00	4,15	4	1.660	6.640
9/6/2005	4,85	4,85	4,85	4,85	4,85	1	485	2.352
10/6/2005	5,00	4,85	5,00	4,85	4,93	2	985	4.925
14/6/2005	4,06	5,00	5,00	4,06	4,52	3	1.810	7.349
23/6/2005	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	6	3.600	14.400
30/6/2005	3,98	4,00	4,00	3,98	3,98	2	1.990	7.920
22/7/2005	3,81	3,81	3,81	3,81	3,81	3	2.670	10.173
26/7/2005	3,80	3,80	3,80	3,80	3,80	1	380	1.444

27/7/2005	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	1	1.160	4.466
1/8/2005	3,85	3,85	3,85	3,85	3,85	1	770	2.965
19/8/2005	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	2	2.520	10.584
1/9/2005	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	3	1.680	7.056
5/9/2005	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	1	840	3.528
23/9/2005	4,00	4,02	4,02	4,00	4,01	3	1.600	6.400
26/9/2005	3,88	3,88	3,88	3,88	3,88	1	388	1.505
28/9/2005	3,88	3,88	3,88	3,88	3,88	1	776	3.011
29/9/2005	3,25	3,25	3,25	3,25	3,25	1	325	1.056
30/9/2005	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	1	350	1.225
7/10/2005	3,94	3,94	3,94	3,94	3,94	1	394	1.552
14/10/2005	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	2	750	2.813
19/10/2005	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	1	370	1.369
6/12/2005	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55	1	355	1.260
15/12/2005	3,55	3,55	3,55	3,55	3,55	1	355	1.260
19/12/2005	3,83	3,83	3,83	3,83	3,83	1	383	1.467
21/12/2005	3,41	3,41	3,41	3,41	3,41	1	341	1.163
28/12/2005	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3	1.700	5.780

152.759 840.360

Média ponderada da cotação de ações preferenciais

5,5012

Cotações ações ordinárias 2005

<u>data</u>	<u>fech.</u>	<u>abert.</u>	<u>máx.</u>	<u>min.</u>	<u>méd.</u>	<u>vlr. neg.</u>	<u>vol.</u>	<u>R\$</u>
4/1/2005	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	1	550	3.025
22/3/2005	4,00	3,99	4,00	3,99	3,99	4	2.000	8.000
23/3/2005	4,00	3,99	4,00	3,99	3,99	4	2.000	8.000
1/4/2005	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	1	550	3.025
6/4/2005	9,39	9,39	9,39	9,39	9,39	1	939	8.817
4/6/2005	9,39	9,39	9,39	9,39	9,39	1	939	8.817

6.978 39.684

Média ponderada da cotação de ações ordinárias

5,6871

3 - Método de Avaliação com Base no Fluxo de Caixa Descontado

Avaliação futuro do fluxo de caixa para prever a capacidade de geração de riqueza futura e o grau de risco de seus ativos operacionais, geralmente adotada pelos mercados financeiros e de capitais e pelas empresas em processos de fusões e aquisições.

O fluxo de caixa é o que revela a efetiva capacidade de geração de riqueza futura de determinada companhia. O conceito de lucro contábil não evidencia qual o potencial de agregação de valor de determinada companhia. Entre as críticas ao lucro contábil destacam-se:

RAPPAPORT (1996, 14) no seu livro específico de avaliações

- 1 Métodos alternativos contábeis podem ser empregados
- 2 Requerimentos de investimentos são excluídos
- 3 Valor do dinheiro no tempo é ignorado

COPELAND (1994, 78) no seu livro específico de avaliações

- 1 Distorção provocada pela inflação
- 2 Efeitos da sazonalidade
- 3 Efeitos dos itens extraordinários e não recorrentes (normalização dos lucros)

Nesse momento cabe diferenciar o que representa o Valor Econômico da Empresa do Valor para os Acionistas. O Valor Econômico da Empresa é igual ao valor presente dos fluxos de caixa de todos os investidores da empresa, incluindo o capital de terceiros. O Valor para os Acionistas é o Valor Econômico da Empresa menos o valor dos fluxos para o capital de terceiros.

Valor Econômico = VP de todos + Valor de Mercado da Empresa Fluxos de Caixa dos Ativos N. Oper.
Valor para o Acionista = Valor Econômico da Empresa - Valor de Mercado das Dívidas L.P.

3.1. Fluxo de Caixa Livre Operacional (*Free Operating Cash Flow*)

Urge observar que alternativamente ao fluxo de caixa livre pode-se recorrer ao fluxo de caixa do capital próprio (ou do acionista). A diferença fundamental é que neste último passa-se a considerar o fluxo de caixa de uma empresa com dívidas. A diferença entre o fluxo de caixa de uma empresa sem dívidas e o fluxo de caixa de uma empresa com dívidas, é exatamente o pagamento de juros avaliado após o imposto de renda, bem com a eventual restituição (amortização) do principal.

CÁLCULO DO FLUXO DE CAIXA LIVRE

Receitas Líquidas de vendas
(-) Custos do produto vendido
(-) Despesas operacionais
= EBIT (Lucro Operacional)
(+) Despesas Operacionais Não Caixa
(Ex. Depreciação, Amortização, Exaustão, etc.)
= EBITDA
(-) Imposto de Renda/Contribuição Social (%trib. -EBIT)
(=) Geração de Caixa Operacional
(-) Investimentos Permanentes
(+/-) Variação no Capital Circulante Líquido
= FLUXO DE CAIXA LIVRE

Pelo que se pode observar o fluxo de caixa livre seria essencialmente aquele fluxo de caixa observado levando em consideração apenas os fluxos operacionais e de investimento, excluindo aspecto relacionado ao fluxo de financiamento.

3.2. Horizonte de Projeção e Valor da Perpetuidade

Para a projeção é fundamental a identificação dos componentes relevantes e desenvolvimentos de hipóteses e perspectivas que servirão de base para a projeção dos cenários para a empresa. Em termos práticos, a maioria das avaliações trabalham num período de projeção que oscila entre 5 e 10 anos, dependendo fundamentalmente do grau de previsibilidade das variáveis no futuro.

Operações nos projetos por períodos mais longos os quais pode-se projetar com uma razoabilidade quais serão os fluxos de caixa.

Não pode esquecer que a avaliação seja efetuada em dois aspectos distintos:

1. O período de projeção é identificado de acordo com a natureza do negócio;
2. O grau de previsibilidade das variáveis relevantes;

Pontos importantes para identificação do período de projeção:

1. preço dos produtos,
2. volume de vendas,
3. custos de matérias primas,
4. despesas operacionais;
5. variáveis macroeconômicas, tais como juros e taxa de câmbio

O que requer a avaliação seja efetuada em dois períodos distintos:

1. Abrange o horizonte de tempo viável de projeção dos fluxos de caixa operacionais;
2. Abrange o período após o horizonte de projeção acima mencionado.

Em termos práticos as maiorias das avaliações trabalham num período de projeção que oscila entre 5 a 10 anos, sobre os quais se consegue prever com razoável confiança o comportamento das principais variáveis operacionais relevantes.

4. Taxa de Desconto, Conceito e Cálculo de Custo de Capital

O Custo de Capital é definido como sendo a taxa de retorno que uma empresa precisa obter sobre seus investimentos, de forma a manter inalterado o valor de suas ações no mercado, estabelecendo uma taxa de desconto denominada custo médio ponderado do capital (CMPC) próprio e do capital de terceiros, que calcula o fluxo de caixa livre dos últimos períodos de projeção em medida de 5 e 10 anos.

Em termos relativos, o custo médio ponderado do capital (*weighted average cost of capital* - WACC) é a taxa utilizada para descontar o valor do dinheiro no tempo, convertendo o fluxo de caixa futuro em seu valor presente, para todos os investidores, a fórmula amplamente difundida e aceita, nos meios acadêmicos e empresariais, para calcular a taxa de WACC, após os impostos, assume a seguinte expressão:

$$WACC = \frac{E}{V} \cdot RE + \left[\frac{D}{V} \cdot RD \cdot (1-TC) \right]$$

Na qual:

WACC = taxa de custo médio ponderado do capital;

Tc = alíquota do imposto de renda e da contribuição social da pessoa jurídica;

E = valor de mercado do capital próprio da empresa (em R\$);

D = valor de mercado do capital de terceiros da empresa (em R\$);

V = E + D (valor de mercado do capital total, em R\$);

E / V = proporção do capital próprio sobre o financiamento total da empresa (em valores de mercado);

D / V = proporção do capital de terceiros sobre o financiamento total da empresa;

Re = coeficiente ou taxa de custo do capital próprio (CAPM);

Rd = coeficiente ou taxa de custo do capital de terceiros.

ou seja, o Custo Médio Ponderado do capital (inglês: WACC), pode ser escrito também desta forma:

$$\text{CMPC} = (D/PT) \cdot k_d \cdot (1-T) + (PL/PT) \cdot k_e$$

onde:

CMPC = Custo Médio Ponderado do Capital.

D = Capital de Terceiros no Passivo Total.

PT= Passivo Total.

k_d = Custo do Capital de Terceiros.

T= Alíquota de Imposto de Renda da empresa.

k_e = Custo do Capital Próprio.

A relação D/PT é chamada de Índice de Endividamento Geral da empresa e sinaliza o grau de alavancagem financeira adotado pela mesma.

Caso a empresa a ser avaliada não utiliza capital de terceiros no Passivo Total (D) para financiar seus projetos utilizando o Capital Social e os Lucros Retidos como origem exclusiva dos recursos, a forma de cálculo será apurar o Custo do Capital Próprio, como segue:

$$k_e = D1/Po + g$$

Onde:

Po = Valor corrente da ação ordinária.

D1 = Dividendo por ação esperado no ano seguinte (momento 1).

k_e = Custo do Patrimônio Líquido.

g = Taxa de crescimento estável dos dividendos em um horizonte tendendo ao infinito.

Assume-se, neste caso, que k_e (Custo do Patrimônio Líquido) é equivalente ao k_s (Custo da ação ordinária).

O CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) se aplica aos retornos das ações de uma empresa. Sua metodologia consiste na inclusão do conceito de risco a que é submetida a empresa. Na definição da Taxa de desconto, são levados em consideração o risco sistêmico e o risco diversificável:

- a) Risco sistêmico é medido pelo Beta (β):

Medido pelo retorno da ação da empresa em relação ao retorno produzido por uma carteira de referência no mercado.

a) Risco diversificável:

Medido pelos indicadores de dispersão do retorno de uma carteira

Desta forma, tem-se a seguinte equação representativa do modelo CAPM.

$$k_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

Onde:

k_e = Taxa de retorno exigida pelo Capital Próprio (e, de *equity*).

R_f = Taxa livre de risco.

R_m = Taxa de retorno representativa do mercado

β = Índice de risco não diversificável (risco sistêmico), correspondente aos papéis representantes do patrimônio líquido considerado

O Índice de risco não diversificável β é definido como:

$$\beta = \text{cov}(A, M) / \text{var}(M)$$

ou seja:

$\text{cov}(A, M)$ = covariância entre o ativo A e a referência de Mercado.

$\text{Var}(M)$ = variância do mercado.

Custo do Capital da empresa:

Para passar da empresa para o Patrimônio Líquido é necessário efetuar uma correção no BETA da empresa. Define-se que a Estrutura de Capital da empresa afeta o BETA da empresa da seguinte forma:

$$\beta_{\text{empresa}} = D / (D + PL) \cdot \beta_{\text{dívidas}} + PL / (D + PL) \cdot \beta_{\text{PL}}$$

onde:

β_{empresa} = BETA da empresa.

D = Participação de Terceiros no Passivo Total da empresa.

PL = Participação do Patrimônio Líquido no Passivo Total da empresa.

$\beta_{dívidas}$ = BETA das dívidas da empresa.

β_{PL} = BETA do Patrimônio Líquido.

Como o $\beta_{dívidas}$ por definição é igual a zero, a fórmula é reescrita assim:

$$\beta_{empresa} = PL / (D + PL) * \beta_{PL}$$

Reorganizando os termos da equação, teremos:

$$\beta_{PL} = PL / (D + PL) * \beta_{empresa}$$

Levando em consideração o tipo de empresa analisada, onde a presença de capitais de terceiros é zero, tem-se:

$$\beta_{PL} = \beta_{empresa}$$

4.1. Valor Econômico da Empresa

É fundamental a diferenciação neste momento, do que representa o Valor Econômico da Empresa e o Valor da Empresa para seu Acionista. Conforme COPELAND, KOLLER e MURRIN (2000), pode-se definir:

Valor Econômico da Empresa = Valor Presente dos Fluxos de Caixa + Valor Residual ou Valor da Perpetuidade + Valor de Mercado dos Ativos não Operacionais
Valor da Empresa para o Acionista = Valor Econômico da Empresa – Valor de Mercado dos Passivos de Longo Prazo (Capital de Terceiros Oneroso)

O valor econômico de uma empresa apurado por este método, é determinado pelo fluxo de caixa futuro de suas operações, sendo que os resultados obtidos interessam aos acionistas e também aos demais credores que co-financiam os ativos operacionais que gerarão tais fluxos.

5. Avaliação Judicial de Sociedades e o Goodwill:

5.1. Jurisprudência e a Apuração de Haveres;

A avaliação judicial de sociedades no processo de haveres é pelo magistrado determinado, o mesmo nomeia o Perito contador para efetuar a apuração do valor das quotas ou ações devidas ao sócio retirante e ou falecido.

Segundo o Egrégio Tribunal Federal (STF), em súmula 265, *“Na apuração de haveres, não prevalece o balanço não aprovado pelo sócio falecido ou que se retirou.”*

A apuração de *haveres* supracitada, conforme a jurisprudência, é efetuada através de levantamento do *balanço* de Determinação ou especial, na data do evento, devendo o mesmo, estar suportado por inventário físico e contábil, considerando a totalidade dos ativos (tangíveis e intangíveis) e dos passivos. Sendo que ocorrências patrimoniais posteriores à data do evento, não afetam a apuração de *haveres*.

5.2. Avaliação Judicial de Sociedades em Continuidade

A avaliação judicial de sociedades é efetuada com base no balanço de Determinação e, decorrente do valor apurado neste, calcula-se o montante do patrimônio líquido a valores de mercado que cabe ao sócio dissidente, em função de sua respectiva participação no capital social da sociedade.

Os procedimentos básicos para elaboração do balanço de Determinação, de cálculo do Goodwill e para apuração do Valor da Empresa para fins judiciais estão detalhados a seguir.

5.2.1. Balanço de Determinação

Pode-se definir balanço de Determinação como sendo um balanço patrimonial especial, elaborado para fins judiciais por perito contábil, a partir de balanço patrimonial oficial da empresa, que não afeta a contabilidade da mesma e é utilizado para determinar o montante dos *haveres* que cabe ao sócio dissidente, excluído ou falecido.

Conforme ORNÉLAS (2000,3), *“Demonstrações contábeis usuais da sociedade em processo de avaliação judicial, em continuidade, refletem valores de entrada por força dos Princípios Fundamentais de Contabilidade e Normas Brasileiras de Contabilidade, o que exige que sejam reelaboradas à luz das determinações judiciais.”*

Os procedimentos avaliatórios básicos para elaboração do balanço de Determinação estão fundamentados na NBC-T-4 e respeitam os pronunciamentos dos Tribunais superiores.

Ainda conforme a norma supracitada, dois princípios avaliatórios de ativos e passivos devem nortear os trabalhos da perícia e a elaboração do balanço de Determinação, são eles:

- Valor de Mercado é considerado o preço do ativo à vista, praticado, deduzido das despesas de realização e da margem de lucro. As avaliações feitas pelo valor de mercado devem ter como base transação mais recente, cotação em bolsa e outras evidências disponíveis e confiáveis. (Item 4.1.6 da NBC-T-4).
- Valor Presente é aquele que expressa o montante ajustado em forma do tempo a transcorrer entre as datas da operação e do vencimento, de crédito ou obrigação de financiamento ou de outra transação usual da entidade, mediante dedução dos encargos financeiros respectivos, com base na taxa contratada ou na taxa média de encargos financeiros praticada pelo mercado. (Item 4.1.7 da NBC-T-4).

5.2.2. Metodologia de Cálculo do balanço de Determinação

São os critérios para elaboração do balanço de Determinação:

Disponibilidades:

- a. Saldos em caixa e contas correntes: correspondem ao seu próprio valor;
- b. Moeda estrangeira: convertida pela taxa de câmbio (venda) correspondente, na data base;

- c. Aplicações financeiras: somatória do valor originalmente aplicado e dos rendimentos líquidos proporcionais até a data base;
- d. Outros ativos financeiros: valor de mercado na data base, menos despesas de realização.

Créditos: Direitos e títulos de crédito serão avaliados a valor presente na data base, considerando os ajustes de atualização monetária, variação cambial e outros contratuais, excluindo-se os créditos já vencidos.

Obrigações: São calculadas o valor presente na data base, acrescidas dos encargos de inadimplência, se devidos.

Provisões: São examinadas as existentes e realizados os ajustes técnicos necessários para que os valores estejam refletidos com propriedade na data base.

Estoques: São sempre avaliados a valor de mercado, ou seja, pelo preço à vista ou seu equivalente na data base, deduzido das despesas de realização, não sendo considerados os estoques obsoletos ou invendáveis.

Investimentos Permanentes: Participações em empresas controladas ou coligadas são avaliadas pelo valor de mercado do patrimônio líquido na data base, apurados também conforme balanço de Determinação e transferidos via equivalência patrimonial.

Imobilizado: São também avaliados a preços de mercado, deduzidos das despesas de realização. Muitas vezes a avaliação de alguns itens que compõe o ativo imobilizado requer a realização de outras perícias técnicas e de engenharia.

Ativo Diferido: São avaliados com base no custo de aplicação ou investimento, deduzidos das respectivas amortizações até a data base.

Contingências: Todas as contingências ativas e passivas conhecidas, originárias de todos os campos jurídicos devem ser consideradas, avaliadas por advogados e consignadas no balanço de Determinação, através de ajustes no patrimônio líquido.

Como resultado dos cálculos descritos acima, apura-se o valor patrimônio líquido a valores de mercado, isto equivale ao valor individual de mercado de seus ativos, deduzido de todas as obrigações passivas, também mensuradas a valor presente e de mercado.

5.2.3. Conceito de Goodwill e Valor da Empresa

Em continuidade ao processo avaliatório, ORNÉLAS (2001,141) afirma, “*Considerando que o patrimônio líquido consignado no balanço de Determinação já reflete o valor econômico de cada um dos elementos patrimoniais da sociedade avalianda na data base do evento, sancionado pelo mercado, para finalizar o processo avaliatório, é necessário mensurar se o todo patrimonial é superior à somatória dos valores individuais daqueles elementos; em outras palavras, resta*

constatar e existência ou não do chamado efeito sinérgico, originário da combinação dos elementos patrimoniais entre si.” Ainda segundo ORNÉLAS (2001), tal efeito sinérgico é a capacidade que uma empresa possui de gerar lucros acima do que pode ser considerado normal.

MARTINS (1972) coloca que, se uma empresa gera lucros tidos como normais e razoáveis para seu setor de atividade, poucos investidores estariam dispostos a pagar por ela mais do que gastariam para montá-la, admitindo-se evidentemente que o tempo de montagem seja considerado curto. O investidor é atraído a desembolsar um valor maior do que o patrimônio líquido a preços de mercado ou o que gastaria para a montagem de uma empresa, somente se o empreendimento fosse capaz de produzir lucros classificados acima de um padrão mínimo admitido como normal.

Se a expectativa de retorno se situar abaixo deste padrão julgado razoável, o valor da empresa poderá inclusive não atingir o patrimônio líquido a preços de mercado. Assim, uma empresa somente tem seu valor fixado acima do valor de mercado de seu patrimônio líquido se possuir um Goodwill, uma mais valia, ou seja, alguma vantagem competitiva que permita produzir um retorno acima dos resultados operacionais mínimos do seu setor de atuação.

Conforme a teoria de finanças pode-se considerar como Goodwill o conjunto de características, qualidades e diferenciais de uma empresa expressos através de sua capacidade futura de produzir riquezas. São exemplos de características que compõe o Goodwill: marcas registradas, market share, conhecimento organizacional, qualidade dos processos internos, *Know-How* técnico do corpo funcional, credibilidade de mercado, etc..

Popularmente, chama-se de Goodwill a diferença entre o valor pago ou valor de realização de uma transação empresarial (*traded value*) e o valor patrimonial (registrado no balanço), da empresa adquirida. Sendo desta forma, contabilizado pela empresa compradora como ágio, podendo levar a errônea conclusão de que Goodwill é o mesmo que ágio. O raciocínio é inverso, sendo a existência de Goodwill a causa do ágio, e não um sinônimo.

Tecnicamente, a bibliografia considera Goodwill como sendo a diferença entre o Valor Econômico da Empresa para seus acionistas e seu Valor Patrimonial a valores de mercado.

São características do Goodwill:

- Não está refletido no balanço patrimonial, não sendo depreciável ou amortizável;
- Pertence a empresa como um todo, não existindo separadamente.

Para fins judiciais, o cálculo do Goodwill não adquirido se processa através de perícia contábil, que comprove a capacidade da empresa que está sendo avaliada, em gerar lucros operacionais líquidos que possam ser considerados acima do normal.

O primeiro passo para cálculo do Goodwill, segundo a ORNÉLAS (2000), consiste na mensuração do lucro operacional líquido normal (LN), ou seja, o lucro gerado pelo ativo operacional líquido (AOL) a valores de mercado, aplicado à taxa do custo de capital próprio.

$$\text{Lucro Normal} = \text{Ativo Operacional Líquido} \times \text{Custo de Capital Próprio, ou,} \\ \text{LN} = \text{AOL} \times \text{CCP}$$

Para efeitos de cálculo da fórmula acima demonstrada, ORNÉLAS (2001) assume como sendo o custo de capital próprio, a taxa máxima permitida por lei que particulares podem ajustar em seus negócios, conforme a Lei da Usura, em seu artigo primeiro, fixada em 12% (doze) ao ano.

Sendo o ativo operacional líquido (AOL) a somatória dos ativos circulantes operacionais (ACO) e dos ativos permanentes operacionais (APO), deduzidos dos passivos operacionais (PO), conforme a fórmula: $AOL = ACO + APO - PO$

A etapa seguinte consiste na apuração dos lucros operacionais líquidos gerados pela empresa que está sendo avaliada. Entende-se como lucro operacional líquido da empresa, o lucro gerado pelas operações da mesma, excluídas as receitas e despesas financeiras e deduzidas as provisões tributárias incidentes sobre este lucro, considerando-se inclusive, despesas que não afetam o caixa como, por exemplo, depreciação e amortização, como despesas efetivas e redutoras deste lucro.

Outros resultados gerados por ativos de natureza não operacional devem ser excluídos deste lucro líquido operacional.

Assim, conforme a fórmula: $LOL = LL + ((DF - RF) +/- RNO) - PT$, sendo:

LOL = Lucro Operacional Líquido

LL = Lucro Líquido

DF = Despesas Financeiras / RF = Receitas Financeiras

RNO = Resultados Não Operacionais

PT = Provisões Tributárias sobre o Lucro Operacional

Como o perito deve trabalhar com dados que busquem aproximar a avaliação à realidade na data do evento, todos os dados históricos devem estar corrigidos monetariamente.

Para evitar eventuais sazonalidades operacionais ou comerciais, quedas ou crescimentos acentuados que poderão não se repetir no futuro, ORNÉLAS (2001) recomenda a utilização de resultados auferidos em vários exercícios sociais subsequentes, apurando-se assim, o Lucro Operacional Líquido médio histórico ajustado, através de média simples.

Caso o Lucro Operacional Líquido médio histórico ajustado (LOL mha) seja superior ao Lucro Normal (LN), pode-se dizer que esta empresa possui um sobrevalor, ou um Goodwill não adquirido, pois é capaz de gerar lucros considerados acima do normal, conforme demonstrado abaixo:

Lucro Acima do Normal (LAN) = Lucro Operacional Líquido (LOL) médio histórico ajustado – Lucro Normal (LN), ou, $LAN = LOL\ mha - LN$

Para se mensurar o valor deste Goodwill, deve-se apurar a diferença entre o Lucro Operacional Líquido médio histórico ajustado e o Lucro Normal, conforme acima demonstrado e segundo ORNÉLAS (2001), tratá-la como uma perpetuidade financeira que, dividida pela taxa de custo do capital próprio, resultado que caso seja positivo, corresponderá ao Goodwill não adquirido. Desta forma, o valor do Goodwill segundo ORNÉLAS (2001), será igual ao Lucro Acima do Normal (LAN) dividido pelo custo de capital próprio (CCP), e deverá ser consignado no balanço de Determinação, ou seja, $Goodwill (G) = LAN / CCP$.

Portanto, o valor da sociedade avaliada será a somatória do valor do patrimônio líquido a valores de mercado, apurado segundo os critérios descritos, e o Goodwill.

Valor da Sociedade = PL (valor mercado) + Goodwill (G)
--

Equipe Sentença Assessoria: www.sentenca.com.br