

UP-TO-DATE®. ANO I. NÚMERO 37

PATRIMÔNIO LÍQUIDO CONTÁBIL versus VALOR DE MERCADO

♦ *Cálculo do patrimônio líquido pelo valor de mercado*



Autor: Francisco Cavalcante(f_c_a@uol.com.br)

→ Administrador de Empresas graduado pela EAESP/FGV.

→ É Sócio-Diretor da Cavalcante & Associados, empresa especializada na elaboração de sistemas financeiros nas áreas de projeções financeiras, preços, fluxo de caixa e avaliação de projetos. A Cavalcante & Associados também elabora projetos de capitalização de empresas, assessora na obtenção de recursos estáveis e compra e venda de participações acionárias.

→ O consultor Francisco Cavalcante já desenvolveu mais de 100 projetos de consultoria, principalmente nas áreas de planejamento financeiro, formação do preço de venda, avaliação de empresas e consultoria financeira em geral.

CAVALCANTE & ASSOCIADOS®

Copyright © 1999

Cavalcante & Associados®

Direitos Reservados. Esta obra não pode ser revendida ou alugada, por qualquer processo, sem o prévio consentimento da Cavalcante & Associados.

ÍNDICE

Leituras de Up-To-Dates recomendadas	03
Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RPL)	04
PL contábil versus PL de Mercado	05
RPL em uma empresa de capital aberto	07
RPL em uma empresa de capital fechado	08
Como calcular o PL pelo valor de mercado	09
Exemplo	10
Caso prático proposto	12
Caso prático resolvido	13
Comentários Finais	14

LEITURAS DE UP-TO-DATES® RECOMENDADAS

Up-To-Date® 4: Retorno sobre o Patrimônio Líquido e seus determinantes (margem, giro e leverage);

Up-To-Date® 5: Como organizar a apresentação dos indicadores econômicos e financeiros;

Up-To-Date® 15: Cálculo da perpetuidade com e sem crescimento.

Up-To-Date®16: Valorização de participações minoritárias (leitura mais recomendada).

Up-To-Date® 17: Valorização de participações majoritárias.

RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO (RPL)

O objetivo de uma empresa é criar valor para o acionista.

O valor de uma empresa é determinado pela sua capacidade de gerar caixa/lucro para os acionistas. Portanto, cria-se valor para o acionista quando melhora-se a geração de caixa/lucro da companhia.

Isto posto, o “Retorno sobre o Patrimônio Líquido” (RPL) consiste num dos principais indicadores econômicos de acompanhamento por parte de acionistas/investidores.

Exemplo: se o lucro líquido apurado no mês de janeiro de 1999 for de \$100, e o patrimônio líquido **contábil** for de \$10.000 em 31 de dezembro de 1998, o RPL é o seguinte:

$$\text{RPL em janeiro de 99} = \frac{\$100}{\$10.000} = 1,0\%$$

O retorno de 1% no mês será qualificado com bom se ficar acima do retorno mínimo exigido pelos acionistas. O inverso é verdadeiro.

Porém, o objetivo deste texto não é discutir como se qualifica o RPL.

Nosso objetivo é discutir a base de cálculo do RPL, ou seja, o “patrimônio líquido contábil”.

PL CONTÁBIL VERSUS PL DE MERCADO

Vamos imaginar que no dia 31/12/98 uma pessoa tenha comprado um terreno na periferia de uma grande cidade tendo pago por ele \$10.000 com recursos próprios. Avaliações de especialistas apontam que os \$10.000 pagos pelo terreno correspondiam ao valor justo de mercado na época da transação, sendo este o valor registrado na contabilidade pessoal do investidor.

No ano de 99, houveram diversas sinalizações apontando para a valorização do terreno: construção de um shopping center, um centro universitário e um terminal de ônibus. A cidade estava se desenvolvendo para o lado onde o terreno estava localizado.

Em 31/12/99 o investidor consultou diversas imobiliárias da região que na média valorizaram o terreno em \$20.000, portando mostrando um retorno obtido em um ano muitas vezes superior à melhor aplicação de renda fixa no período.

O investidor optou por não vender o terreno (se tivesse vendido, o ganho seria de 100% sobre o capital investido de \$10.000).

Em 31/12/2000, uma nova visita a diversas imobiliárias mostrou uma estimativa de preço de venda do terreno de \$25.000. Em relação a 31/12/99, houve um retorno de 25%.

O valor contábil do terreno na contabilidade pessoal do investidor continua sendo \$10.000, mas a avaliação de desempenho promovida pelo investidor se dá com base no valor de mercado do terreno, e não pelo valor contábil.

Quando ele calculou que o terreno se valorizou \$5.000 no ano 2000, o retorno de 25% foi calculado com base no valor de mercado do terreno um ano antes, que era de \$20.000, e não no valor contábil que era de \$10.000.

Ao associar a valorização de \$5.000 com o valor de mercado de \$20.000, estamos reconhecendo que o investidor, embora tenha pago \$10.000 pelo terreno, em 31/12/99 poderia tê-lo vendido por \$20.000. Ao decidir não vendê-lo por \$20.000, este mesmo valor passou a ser o novo PL que deverá remunerado a partir do ano 2000.

Este exemplo poderia ser desenvolvido substituindo o ativo terreno por uma jóia, uma obra de arte ou um lote de ações, o que em nada mudaria em nossos comentários.

Quando se avalia o retorno sobre o PL de uma empresa é a mesma coisa. Nossa análise será mais bem conduzida se preferirmos associar o lucro líquido ao PL pelo valor de mercado.

RPL EM UMA EMPRESA DE CAPITAL ABERTO

Empresa de capital aberto é aquela que tem ações negociadas em Bolsa de Valores.

Toda empresa tem um valor patrimonial por ação. É representada pela relação entre o patrimônio líquido contábil e a quantidade de ações que compõem o capital social. Exemplo:

$$\text{Valor patrimonial por ação} = \frac{\$5.000}{100 \text{ ações}} = \$50/\text{ação}$$

Em função das expectativas de lucros/dividendos, a ação poderá estar cotada em Bolsa a um valor superior ou inferior ao valor patrimonial.

Vamos assumir que uma ação cujo valor patrimonial seja de \$50, esteja cotada em Bolsa a \$80. Você compra a ação e paga por ela \$80.

Depois de 1 ano, esta ação está cotada em Bolsa a \$88, tendo seu valor patrimonial subido de \$50 para \$60. O investidor também não recebeu qualquer dividendo no período de 1 ano em que ficou com esta ação.

Quando o investidor for calcular o retorno do seu investimento, levará em consideração o preço pelo qual ele poderá vender sua ação (\$88) em relação ao preço que ele pagou por ela 1 ano antes (\$80). O retorno determinado será de 10%. Nenhuma importância tem a variação do valor patrimonial de \$50 para \$60.

RPL EM UMA EMPRESA DE CAPITAL FECHADO

A extraordinária maioria das empresas, notadamente no Brasil, são de capital fechado, ou seja, não tem ações negociadas em Bolsa de Valores. Então como avaliar o RPL destas empresas?

Resposta: precisamos encontrar o valor de mercado do patrimônio líquido.

Exemplo:

BALANÇO PATRIMONIAL EM 31/12/98

ATIVO		PASSIVO	
Circulante (contábil)	\$5.000	Circulante (contábil)	\$3.000
Permanente (contábil)	\$5.000	PL (contábil)	\$7.000
TOTAL	\$10.000	TOTAL	\$10.000

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO EM JANEIRO DE 1999

Receitas	\$6.000
(-) Gastos	(\$5.000)
(=) Lucro líquido	\$1.000

O RPL é de:

$$\text{RPL em janeiro de 99} = \frac{\$1.000}{\$7.000} = 14,29\%$$

Vamos assumir que o patrimônio líquido pelo valor de mercado seja de \$9.000, portanto um ágio de \$2.000 em relação ao PL contábil de \$7.000. Como ficaria o RPL?

BALANÇO PATRIMONIAL EM 31/12/98 (ajustado)

ATIVO		PASSIVO	
Circulante (contábil)	\$5.000	Circulante (contábil)	\$3.000
Permanente (ajustado)	\$7.000	PL (ajustado)	\$9.000
TOTAL	\$12.000	TOTAL	\$12.000

O RPL é de:

$$\text{RPL em janeiro de 99} = \frac{\$1.000}{\$9.000} = 11,11\%$$

COMO CALCULAR O PL PELO VALOR DE MERCADO

A pergunta que fica é a seguinte: como determinar o PL pelo valor de mercado? No exemplo anterior, o PL de mercado é de \$9.000, representando um ágio de \$2.000 em relação ao PL contábil de \$7.000.

Há vários métodos para avaliar o PL de uma empresa pelo seu valor de mercado. A idéia deste texto não é apresentar e discutir os diversos métodos existentes, e sim sensibilizar o leitor para a importância de levar em consideração o PL pelo valor de mercado para determinar o RPL.

Vamos selecionar o método do **Valor Presente do Fluxo de Dividendos** para determinar o valor de mercado do PL.

A fórmula de cálculo é a seguinte:

$$\text{Valor Presente do Fluxo de Dividendos} = \frac{\text{Dividendos 1}}{\text{CCP} - \text{G}}$$

1. Dividendos 1: é o dividendo a ser recebido ao final do período 1
2. CCP: é o retorno mínimo esperado pelos investidores
3. G: é a taxa de crescimento dos dividendos em regime de perpetuidade

EXEMPLO

Calcule o RPL para o ano de 1999.

BALANÇO PATRIMONIAL EM 31/12/98

ATIVO		PASSIVO	
Circulante (contábil)	\$4.000	Circulante (contábil)	\$2.000
Permanente (contábil)	\$6.000	PL (contábil)	\$8.000
TOTAL	\$10.000	TOTAL	\$10.000

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO PARA 1999

Receitas	\$7.000
(-) Gastos	(\$5.400)
(=) Lucro líquido	\$1.600

Outras informações:

- ◆ Dividendos 1: 25% do lucro líquido (\$400 = 25% de \$1.600)
- ◆ CCP: 20% (é o retorno mínimo esperado pelos investidores ao ano)
- ◆ Taxa de reaplicação dos 75% de dividendos retidos: 21% ao ano
- ◆ G: $0,75 \times 0,21 = 15,75\%$ (é a taxa de crescimento dos dividendos ao ano em caráter de perpetuidade)

$$\text{Valor Presente do Fluxo de Dividendos} = \frac{\text{Dividendos 1}}{\text{CCP} - G} = \frac{\$400}{(0,20 - 0,1575)} = \$9.412$$

BALANÇO PATRIMONIAL EM 31/12/98 (ajustado)

ATIVO		PASSIVO	
Circulante (contábil)	\$4.000	Circulante (contábil)	\$2.000
Permanente (contábil)	\$7.412	PL (contábil)	\$9.412
TOTAL	\$11.412	TOTAL	\$11.412

O RPL com base no PL pelo valor contábil é de:

$$\text{RPL no ano de 99} = \frac{\$1.600}{\$8.000} = 20,0\%$$

O RPL com base no PL pelo valor de mercado é de:

$$\text{RPL no ano de 99} = \frac{\$1.600}{\$9.412} = 17,0\%$$

CASO PRÁTICO PROPOSTO

Sugestão: tente resolver o exercício sozinho acompanhando a resposta a posteriori.

Calcule o RPL para o ano de 1999 e ano 2000.

BALANÇO PATRIMONIAL (valores contábeis)

ATIVO	31/12/98	31/12/99	PASSIVO	31/12/98	31/12/99
Circulante	\$5.000	\$6.000	Circulante	\$4.000	\$4.000
Permanente	\$5.000	\$5.000	PL	\$6.000	\$7.000
TOTAL	\$10.000	\$11.000	TOTAL	\$10.000	\$11.000

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO PARA 1999

Receitas	\$6.000
(-) Gastos	(\$5.000)
(=) Lucro líquido	\$1.000

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO PARA 2000

Receitas	\$7.000
(-) Gastos	(\$5.000)
(=) Lucro líquido	\$2.000

Outras informações:

- ◆ Dividendos para 1999: 25% do lucro líquido (\$250 = 25% de \$1.000)
- ◆ Dividendos para 2000: 30% do lucro líquido (\$600 = 30% de \$2.000)
- ◆ CCP: 15% (é o retorno mínimo esperado pelos investidores ao ano)
- ◆ Taxa de reaplicação dos 70% de dividendos retidos: 16% ao ano
- ◆ $G : 0,70 \times 0,16 = 11,2\%$ (é a taxa de crescimento dos dividendos ao ano em caráter de perpetuidade a partir do ano 2000)

CASO PRÁTICO RESOLVIDO

$$\begin{array}{l} \text{Valor Presente do Fluxo de Dividendos} \\ \text{Em 31/12/98} \end{array} = \frac{\$250}{1,15} + \frac{\$600 / (0,15 - 0,112)}{1,15} = \$13.947$$

$$\begin{array}{l} \text{Valor Presente do Fluxo de Dividendos} \\ \text{Em 31/12/99} \end{array} = \frac{\$600}{(0,15 - 0,112)} = \$15.789$$

BALANÇO PATRIMONIAL (ajustado)

ATIVO	31/12/98	31/12/99	PASSIVO	31/12/98	31/12/99
Circulante	\$5.000	\$6.000	Circulante	\$4.000	\$4.000
Permanente	\$12.947	\$13.789	PL	\$13.947	\$15.789
TOTAL	\$17.947	\$19.789	TOTAL	\$17.947	\$19.789

O RPL com base no PL pelo valor contábil é de:

$$\text{RPL no ano de 1999} = \frac{\$1.000}{\$6.000} = 16,7\%$$

$$\text{RPL no ano de 2000} = \frac{\$2.000}{\$7.000} = 28,6\%$$

O RPL com base no PL pelo valor de mercado é de:

$$\text{RPL no ano de 1999} = \frac{\$1.000}{\$13.947} = 7,2\%$$

$$\text{RPL no ano de 2000} = \frac{\$2.000}{\$15.789} = 12,7\%$$

COMENTÁRIOS FINAIS

- ◆ E se o PL pelo valor de mercado for inferior ao PL pelo valor de mercado? Não muda nada. Prevalece para cálculo do RPL o PL pelo valor de mercado. Pense na seguinte situação: você compra a ação de uma empresa em Bolsa de Valores e paga por ela \$50, sendo que o seu valor patrimonial é de \$100. Depois de 1 ano se esta ação estiver cotada a \$75 você determinará o retorno do investimento com base no valor de mercado que você pagou pela ação, que foi de \$50, ou com base no valor patrimonial na época de \$100?
- ◆ É usual que uma empresa tenha muita dificuldade de mostrar um RPL elevado calculado com base no PL pelo seu valor de mercado durante mais de 2 ou 3 anos consecutivos. Parece existir uma mão invisível que puxa os lucros/dividendos para baixo, e conseqüentemente o PL pelo valor de mercado, que volta a ter um patamar possível de se registrar novos RPLs elevados em anos seguintes.