

O VALOR PATRIMONIAL DAS EMPRESAS



- ✓ O valor do controle acionários
- ✓ O problema da liquidez

Francisco Cavalcante (francisco@fcavalcante.com.br)

- 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, além de compra e venda de participações acionárias.
- Administrador de Empresas graduado pela EAESP/FGV. 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.

Rodrigo Pasin (rpasin@fcavalcante.com.br)

- Consultor da Cavalcante Consultores, responsável pela área de Avaliação de Empresas e Fusões e Aquisições.
- Já avaliou mais de 100 empresas de médio e grande porte, nacionais e internacionais. Assessora empresas em processos de Fusões & Aquisições, joint-ventures, Alianças Estratégicas, Análise de Investimentos, Modelagem Financeira e Reestruturações.
- Autor do livro "Avaliação de Empresas: Um guia para fusões & aquisições e gestão de valor" editado pela Pearson Printice Hall - 2004.
- Administrador de Empresas e Mestre em Finanças pela FEA/USP.

ÍNDICE

1- APRESENTAÇÃO E DESENVOLVIMENTO.....	3
--	---

Este Up-To-Date® foi baseado no **livro Avaliação de Empresas** dos autores Francisco Cavalcante , Rodrigo Pasin e Roy Martelanc, livro que recomendamos pela sua abrangência e profundidade na abordagem do tema Avaliação de Empresas.

1- Apresentação e Desenvolvimento

O Valor Patrimonial das Empresas

Os métodos patrimoniais de avaliação normalmente são utilizados em situações bastante específicas, por exemplo para se determinar o valor de liquidação de uma empresa quando em situação de concordata ou falência, ativos não operacionais, obsoletos ou fora de uso. Em suma, quando se tem interesse nos ativos de uma empresa e não no potencial de geração de resultados deste, pois neste caso o método a ser utilizado é o do Fluxo de Caixa Descontado.

Os métodos de avaliação de empresas que utilizam a abordagem patrimonial pressupõem que o valor de uma empresa pode ser calculado por uma das seguintes formas:

- Pelo valor do patrimônio líquido (valor contábil), registrado no balanço patrimonial;
- Pelo valor do patrimônio líquido reavaliado com base nos preços de mercado dos ativos e passivos (valor do patrimônio a preços de mercado, ou simplesmente valor patrimonial);
- Pela soma dos valores de mercado dos ativos, em condições de liquidação (valor de mercado dos ativos, valor de liquidação ou valor de reposição) – dependendo da situação da empresa, de seus ativos e do grau de controle da empresa vendedora sobre o processo de alienação.

Estes métodos pressupõem que o custo de aquisição dos ativos de uma empresa é a base para a determinação do valor dos negócios. Embora seja uma das abordagens mais fáceis e simples para se avaliar empresas, em raras situações pode ser adequada e utilizada, pois na grande maioria das vezes, o comprador de uma empresa ou de um negócio está interessado nos resultados futuros gerados por sua aquisição e não nos valores investidos por seus acionistas (patrimônio

líquido) e nem nos valores de mercado dos ativos ou no valor de liquidação destes.

O potencial de geração de resultados futuros, em termos de fluxo de caixa, é o grande impulsionador dos movimentos de fusões e aquisições e o principal objetivo da empresa compradora – por isso o método contábil é utilizado freqüentemente em condições muito específicas, como em casos de liquidação, empresas sem fluxo de caixa positivo e venda de ativos não operacionais.

Para Martins (2001)¹, “Ninguém venderia uma empresa em funcionamento por menos do que obteria se a fechasse; e ninguém cerraria as portas de uma empresa se ela pudesse ser vendida por valor melhor em pleno funcionamento. Logo o valor econômico de uma empresa é dado pelo maior dos montantes alcançados, nessas duas alternativas: em liquidação ou em marcha.”

Desta forma, este Up-To-Date® descreve as condições necessárias para que uma avaliação com base no método patrimonial seja o indicado para avaliar uma empresa, bem como, as limitações metodológicas desta abordagem.

O Valor de Mercado dos Ativos

O valor de mercado dos ativos é a estimativa do preço possível da venda dos bens e direitos no mercado, no estado em que se encontram. Representa um valor de troca perfeitamente realizável em termos reais, devendo poder ser realizado no curto prazo, sendo assim, os ativos devem ser precificados de acordo com os preços verificados no mercado (preços de ativos semelhantes) e devem existir compradores potenciais para os bens avaliados, pois de nada adianta avaliar um ativo com base em seu valor de mercado se sua realização for impossível pela falta de compradores.

O Valor de Liquidação

O Valor de Liquidação é aquele que o empreendimento teria se tivesse que ser liquidado. Como os recursos podem perder valor numa situação como esta (perdem a utilidade para o possuidor), normalmente é uma avaliação do valor mínimo de uma empresa, unidade de negócio ou ativo. O valor de liquidação é um piso do valor da empresa, não há

¹ MARTINS, Eliseu. *Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica*. São Paulo: Editora Atlas, 2001.

porque vendê-la por um valor inferior ao que pode ser apurado com o seu fechamento.

O Valor de Liquidação também pode ser definido como o montante que cada acionista comum espera receber após a venda dos ativos tangíveis da empresa e a liquidação dos compromissos com os credores e acionistas preferenciais. Alguns ativos intangíveis, como a marca, eventualmente podem ser vendidos quando da liquidação da empresa.

O Valor de Liquidação é dependente do grau de controle e da ordenação do processo de venda dos ativos – ou seja, quem está vendendo é a própria empresa vendedora ou um síndico de massa falida? Qual o grau de controle sobre o processo de venda? Existe urgência na realização desta? Quanto menos poder de decisão tiver o lado vendedor, mais caracterizado estará a venda pelo Valor de Liquidação.

A diferença entre o método de Valor de Liquidação e o do Valor de Mercado dos Ativos é que o primeiro pressupõe a venda forçada dos ativos de uma empresa (falência, reestruturação, encerramento de atividades, dificuldades financeiras etc), gerando valores menores do que em condições normais de venda, que seriam obtidos em condições normais.

Esta abordagem pode ser utilizada na avaliação de empresas em situação desfavorável – seja técnica, mercadológica ou financeiramente, mas que possui ativos tangíveis e intangíveis a serem considerados. Em geral, a utilização desta abordagem pode ser recomendada quando:

1. A empresa espera interromper sua atividade e não possui expectativas de vender seus negócios – seja pelas condições da empresa ou pela falta de interessados em adquiri-la. Assim, a única forma de se obter algum recurso deste negócio é através da venda dos ativos, em conjunto para um único adquirente ou em partes para diversos adquirentes.
2. Para avaliar empresas com desempenho econômico muito ruim – Em alguns casos extremos, a avaliação da atividade por outro método como o do fluxo de caixa descontado, poderá indicar um valor para a empresa menor do que o valor de mercado de seus ativos ou mesmo negativo. Normalmente, a empresa avaliada nestas condições apresenta patrimônio líquido negativo. Assim, a liquidação

- poderá ser mais vantajosa aos acionistas do que a manutenção das operações.
3. Para avaliar ativos não operacionais: Quando uma unidade de negócio, uma fábrica, um terreno ou quaisquer ativos não forem interessantes para um comprador, porém, tais ativos fazem parte do processo de avaliação de uma empresa, os compradores podem avaliar tais ativos pelos seus valores de mercado e vendê-los posteriormente.
 4. As mercadorias ou os ativos da empresa perderam sua utilidade normal (obsolescência, inadequação técnica/produtiva ou outro fator vinculado). Um exemplo recente de obsolescência de ativos é na indústria de telecomunicações, onde muitas companhias possuem centrais analógicas que foram trocadas por centrais digitais e com a utilização de tecnologia de transmissão de dados por fibra ótica.

Como o Valor de Liquidação não representa o potencial de geração de resultados de tais ativos, esta abordagem é indicada apenas nos casos em que o comprador está interessado nas instalações físicas, nos maquinários, em itens do capital de giro e na capacidade de produção da empresa e não na sua capacidade de gerar fluxos de caixa no futuro.

O vendedor, por outro lado, pode estar interessado em vender seus ativos e não seu negócio: tais ativos podem não ser mais úteis para o vendedor ou este está necessitando de recursos para reduzir o endividamento da empresa, podendo até vender tais ativos para concorrentes diretos.

Valor de Reposição

O valor de reposição é a soma dos recursos financeiros que seriam necessários para constituir uma empresa nova, idêntica à existente (excluem-se, entretanto, o valor dos ativos intangíveis como marcas estabelecidas, carteiras de clientes, reputação da empresa etc.). É o valor pelo qual podem ser adquiridos os ativos de uma empresa, mais os custos de pô-los em efetivo funcionamento.

O valor de reposição é um atrator do valor da empresa em funcionamento. Se as empresas de um dada indústria estiverem indo muito bem, haverá a entrada de novos concorrentes (isto é mais rápido quando as barreiras de entrada são mais fracas) que diminuirão as margens de todos os competidores. Quando isto acontece o valor de uma empresa pelo método do fluxo de caixa descontado começa a se

aproximar do valor de reposição. Assim sendo, em avaliações por FCD deve-se evitar a presunção da continuidade indefinida da capacidade de geração de caixa.

Em geral, a dinâmica das regras de mercado faz que os concorrentes limitem os ganhos das empresas e forcem os fluxos de caixa a apresentarem apenas uma remuneração adequada ao valor de reposição. Isto faz que o valor de reposição seja uma das formas a ser considerada para se calcular o valor residual das empresas.

Valor do Patrimônio Líquido (ou *Book Value*)

O valor do patrimônio líquido de uma empresa é obtido a partir dos registros contábeis e é um valor conhecido e fácil de ser identificado (necessitando apenas da checagem do valor no Balanço Patrimonial da empresa). Porém, devido as diferentes formas de contabilização de diversas contas patrimoniais e de resultados (métodos de depreciação dos ativos permanentes, sistemas de amortização, existência de correção monetária ou não e o índice aplicado, mudanças na legislação etc.), o patrimônio líquido de duas empresas estabelecidas na mesma data, com os mesmos investimentos realizados e resultados obtidos, pode apresentar diferentes valores, induzindo a erros de interpretação.

Apesar do valor contábil de um ativo ser perfeitamente conhecido quando este é adquirido, e neste momento o valor contábil é igual ao valor econômico, com o passar do tempo, este valor vai ficando cada vez mais irrelevante e vai se distanciando do valor econômico. Em países com taxas de inflação altas fica claro que este método é muito fraco para determinação do valor de uma empresa ou dos ativos desta.

Outra fraqueza deste método é que os valores dos ativos e passivos são baseados em seus custos históricos, não levando em conta fatores como inflação, obsolescência, depreciação, mudanças tecnológicas e condições mercadológicas.

Em alguns casos (micro e pequenas empresas), a empresa a ser avaliada não possui Balanço Patrimonial. Neste caso, a solução é apurar o "Balanço Perguntado", através da obtenção dos principais itens de um balanço patrimonial, obtendo-se o valor do patrimônio líquido pela diferença entre o valor dos ativos e o dos passivos.

Outro aspecto a ser considerado é que muitas empresas não contabilizam 100% de suas operações, resultando em demonstrações

financeiras irreais. A solução para este problema é trabalhar com demonstrações financeiras gerenciais, tentando apurar o "Balanço Patrimonial Real", ou pelo menos um balanço patrimonial que represente da melhor forma possível a realidade da empresa.

Normalmente o valor de mercado de uma empresa é maior que o valor patrimonial. Entretanto um caso às avessas ocorreu com algumas empresas de *call center* no Brasil em 1998 quando ocorreu a desregulamentação do sistema de telecomunicações no Brasil e a privatização de grande parte das companhias telefônicas. Até esta data, a demanda por linhas telefônicas era muito maior que a oferta, resultado em valores estratosféricos para tais. Nesta época, linhas telefônicas eram investimentos, e chegaram a valer US\$ 8.000.

Com a maturação dos investimentos realizados pelas companhias telefônicas feitos após o processo de privatização destas empresas, o número de linhas telefônicas disparou e a linha da oferta superou a da demanda. Resultado: os preços desabaram para menos de R\$ 50,00.

Assim, as linhas telefônicas das empresas apresentaram valores contábeis maiores que os valores dos ativos.

O Valor do Patrimônio Ajustado (Valor do Patrimônio Líquido a Preços de Mercado)

O valor do patrimônio ajustado é o valor do patrimônio líquido da empresa após uma reavaliação de seus ativos e passivos.

A forma de cálculo do valor de um negócio por este método está demonstrada abaixo:

(=) Valor do Patrimônio Líquido

- (+) Reavaliações
- (-) Contingências
- (=) Patrimônio Reavaliado

O importante neste tipo de avaliação (assim como na avaliação contábil, descrita anteriormente), é trabalhar com balanços auditados, ajustando os valores históricos pelos valores de mercado dos ativos e passivos e identificando os passivos contingenciais não reconhecidos.

A vantagem de se utilizar o PL ajustado pelas reavaliações em vez do PL atualizado monetariamente é que nem todas as empresas são impactadas da mesma força pela inflação (taxas e períodos de

ocorrência). A utilização de índices genéricos para todos os segmentos econômicos faz que os valores “atualizados” não sejam capazes de transmitir a realidade da empresa sob o contexto do segmento econômico no qual está inserida. Uma solução parcial para este problema seria a utilização de índices de reajustes setoriais, porém, tal medida não contemplaria a divergência estrutural encontrada dentro de um mesmo ramo empresarial.

Reavaliações

Os principais itens a serem reavaliados são:

1. **Títulos Mobiliários:** Visando refletir os preços atuais, pois estes podem ser cotados diariamente.
2. **Estoques:** Já que estes são contabilizados pelos custos de aquisição e de produção que diferem dos preços de mercado. É válido lembrar que os estoques também podem estar avariados, podem estar obsoletos e podem não ter valor de revenda.
3. **Imóveis:** Pois o preço de aquisição menos a depreciação acumulada pode não representar o valor de mercado dos imóveis.
4. **Terrenos:** Objetivando converter os valores históricos das aquisições em valores de mercado. Esta reavaliação se faz bastante importante quando os valores históricos registrados estão desatualizados e quando ocorreu uma valorização do imóvel (ou desvalorização), em função de condições específicas de oferta e demanda de terrenos na região, como por exemplo a valorização imobiliária.
5. **Máquinas e Equipamentos:** Devem ser convertidos em valores de mercado (aquele que um comprador e um vendedor poderiam concordar em realizar uma transação), já que os efeitos da obsolescência, a defasagem tecnológica, os níveis de utilização e as condições de uso são diferentes para cada máquina, gerando divergências entre o preço corrigido de aquisição menos a depreciação acumulada e o valor de mercado dos ativos.
6. **Exigibilidades:** deverão ser reavaliadas principalmente em função da existência de possíveis passivos contingenciais, como débitos trabalhistas, fiscais e tributários, multas ambientais, fundos de pensão ligados à empresa e disputas judiciais. Tais passivos podem vir a

tona em algum momento do futuro, porém, relacionados a fatos passados da empresa.

A probabilidade de ocorrência de tais passivos e o montante destes devem ser previstos na *due diligence* da empresa alvo. A *due diligence* é um tipo de auditoria, cujo objetivo é checar a veracidade dos dados contábeis, identificar possíveis contingências e problemas que possam comprometer a aquisição de uma empresa por outra ou a fusão de empresas.

Limitações do Método de Avaliação Patrimonial – A Questão do Goodwill

A abordagem patrimonial ignora a existência de ativos intangíveis valiosos como, por exemplo, marcas, redes de relacionamentos, qualidade da carteira de clientes, recursos humanos, capital intelectual dos funcionários, reputação da empresa, entre outros itens que não estão refletidos no Balanço Patrimonial da empresa. Tais itens fazem que uma empresa apresente um valor adicional, ou um *goodwill*.

O *goodwill* pode ser entendido como um conjunto de características, qualidades e diferenciais de uma empresa expressos através de sua capacidade futura de produzir riquezas e retornos superiores aos de novos entrantes e concorrentes estabelecidos.

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, pode levar à 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.

A diferença entre o valor de aquisição e o valor contábil é dividida em duas partes: diferença entre valor contábil e o valor do patrimônio reavaliado (um tipo de ágio) e a diferença entre o valor do patrimônio reavaliado e o valor de aquisição da empresa (outro tipo de ágio, esse sim o *goodwill*). O primeiro é decorrente da defasagem da avaliação do patrimônio líquido em relação ao valor de mercado dos ativos e passivos, o segundo é decorrente da geração de valor dos ativos e passivos da empresa e dos ativos intangíveis.

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.

Exemplo de Avaliação Patrimonial

Caso Hipotético da Empresa Comida Congelada Ltda (CCL)

A CCL apresentou em 31/12/2003 as seguintes demonstrações financeiras:

Balanco Patrimonial

Ativo		Passivo	
Disponível	100	Fornecedores	200
Estoque	200	Salários e Encargos	100
Clientes	200	Empréstimos	200
Ativo Circulante	500	Passivo Circulante	500
Ativo Permanente	500	Patrimônio Líquido	500
Ativo Total	1.000	Passivo Total	1.000

Demonstração de Resultados do Exercício (DRE)

DRE	
Receita Líquida	1.500
Custo dos Produtos Vendidos	1.050
Margem Bruta	450
Despesas Operacionais	250
Resultado Operacional	200
Despesas Financeiras	20
Resultado antes do Imposto de Renda	180
Imposto de Renda e Contribuição Social	61
Lucro Líquido	119

Cálculo do Valor da Empresa *Comida Congelada Ltda* (CCL) pela Abordagem Patrimonial

Premissas:

1. O valor contábil do ativo imobilizado da empresa é metade do valor de mercado, devido a não correção monetária dos bens e diferenças oriundas da taxa de depreciação ser maior que a taxa de desvalorização do valor de mercado de tais ativos. Assim, a reavaliação do imobilizado da empresa é de R\$ 500.
2. A reavaliação dos estoques da empresa pode ser feita utilizando-se do índice Receita Líquida/Custo dos Produtos

Vendidos, pois os estoques estão contabilizados a preço de custo e a aplicação deste índice oferece, em grande parte das vezes, uma boa estimativa do valor de mercado dos estoques.

Cálculo da Reavaliação dos Estoques

Valor Contábil dos Estoques	R\$ 200
Índice Receita Líquida/CPV	1.500/1.050= 1,43
Valor do Estoque Reavaliado	R\$ 200 x 1,43 = R\$ 286
Aumento de Valor decorrente da Reavaliação	R\$ 86

Alternativamente, os estoques poderiam ser avaliados pelo valor de mercado destes e a diferença gerada em relação ao valor apurado na contabilidade seria o valor da reavaliação dos estoques.

Em países com fortes oscilações cambiais, a reavaliação dos estoques de companhias importadores e exportadoras deve ser feitos freqüentemente, pois os valores de mercado dos ativos podem alterar sempre, fazendo que os valores contábeis percam sua importância.

Cálculo do Valor da Empresa *Comida Congelada Ltda* (CCL) pela Abordagem Patrimonial

Cálculo do Valor	
Patrimônio Líquido Contábil	500
Reavaliações de Estoques	86
Reavaliações de Imobilizados	500
Contingências	-
Patrimônio Reavaliado	1.086

As contingências devem ser apuradas pela *due diligence*. Para fins de exemplificação, as contingências não foram consideradas.