

O PROCESSO DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

*Leonor Fernandes Ferreira**

RESUMO

O propósito deste estudo é descrever e comentar o processo de avaliação de empresas. Depois da introdução, na qual se apresenta esquematicamente esse processo, analisa-se, em secções próprias, cada uma das suas fases, designadamente: definição dos objectivos de avaliação, recolha de informação, escolha dos modelos, estimação das variáveis e fixação dos parâmetros e cálculo do(s) valor(es) da empresa. O processo toma em linha de conta o enquadramento legal da avaliação e conduz à expressão numa unidade de medida homogénea dos elementos patrimoniais da empresa, da sua actividade, da sua potencialidade ou de qualquer outra característica destacável. Conclui-se ser possível estimar diversos valores em função da escolha das variáveis e parâmetros, e também consoante os objectivos da avaliação e os diferentes cenários delineados no diagnóstico prévio.

1. INTRODUÇÃO

Avaliar uma empresa significa ajuizar sobre um conjunto de elementos financeiros, comerciais, humanos, técnicos e tecnológicos seguindo um processo em que se reúnem os dados necessários ao cálculo do valor.

A avaliação de uma empresa consiste numa sucessão encadeada de actos (sequência de operações). Pode descrever-se como um processo que conduz à expressão dos elementos patrimoniais da empresa, da sua actividade, da sua potencialidade ou de qualquer outra característica destacável. Na Figura 1 indicam-se as fases desse processo pela ordem por que habitualmente são consideradas.

2. DEFINIÇÃO DOS OBJECTIVOS DA AVALIAÇÃO

Na definição dos objectivos da avaliação é importante identificar se se trata de uma avaliação pontual ou de um acto de gestão corrente. É ainda conveniente conhecer se o que se pretende avaliar é o negócio (empresa em funcionamento, activo) ou antes posições sociais, e sendo este o caso, esclarecer se a participação ou participações a avaliar estão representadas por títulos admitidos à cotação e ainda se são maioritárias ou minoritárias no capital. Os objectivos da avaliação podem condicionar a escolha do modelo ou modelos a utilizar na avaliação.

*Faculdade de Economia da Universidade Nova de Lisboa.

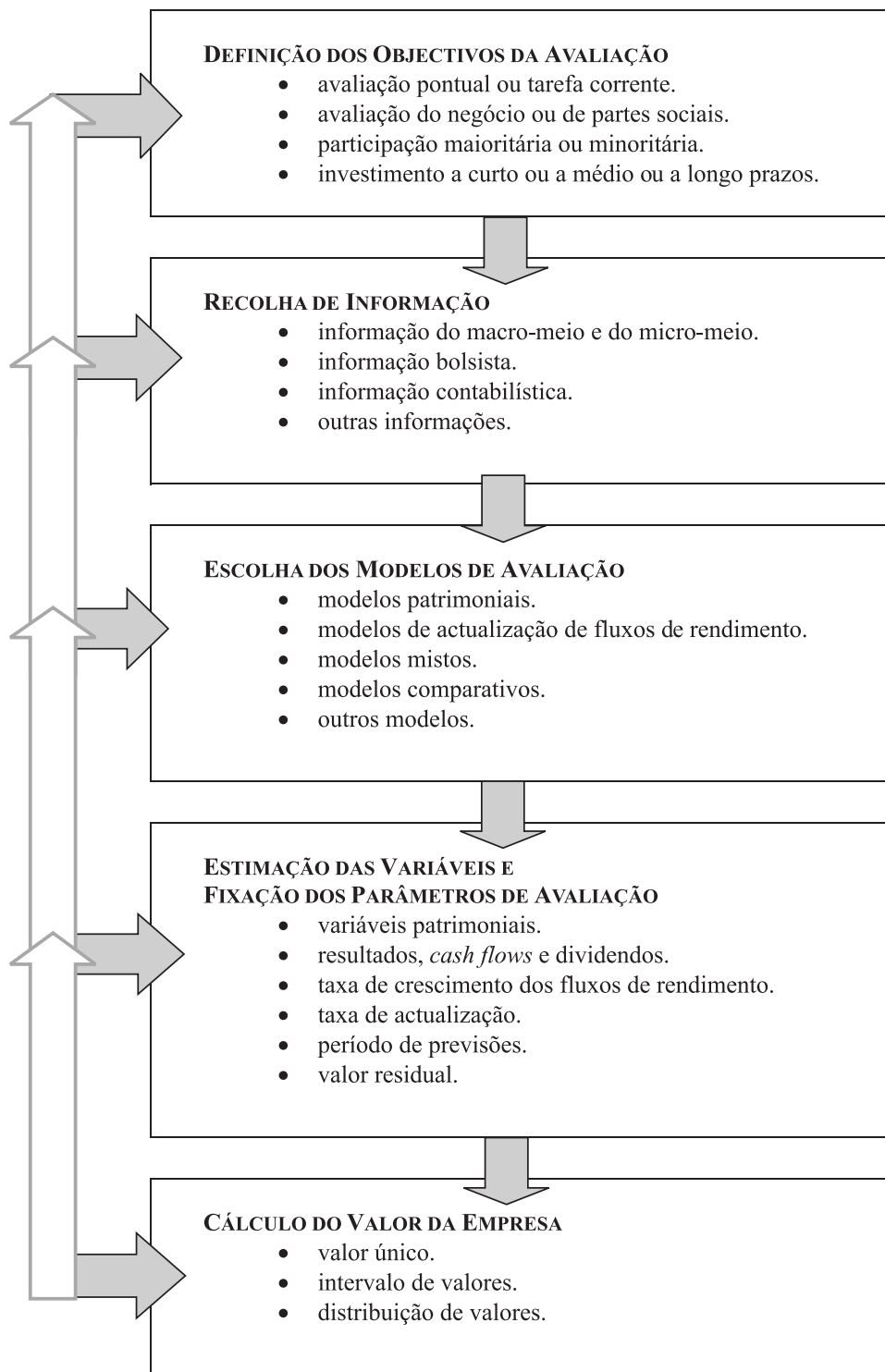


Figura 1. - Fases do Processo de Avaliação de uma Empresa

A necessidade de avaliação pontual de empresas põe-se, frequentemente, quando interesses opostos se enfrentam: comprador e vendedor, administração fiscal e contribuinte, sociedades em vias de fusão, herdeiros perante partilhas, sócios perante o Estado em caso de expropriação, intervenção na gestão e extinção ou renegociação de concessões.

As situações que podem apelar à avaliação pontual das empresas são frequentes. Caballer Mellado (1994, p. 19) classifica-as em avaliações de interesse privado e avaliações de mero interesse público. Enquanto nestas o Estado intervém como parte, naquelas não. Nas avaliações com interesse público incluem-se nacionalizações, expropriações e privatizações¹.

Nas avaliações de interesse privado não será o mesmo avaliar uma participação minoritária com vista a obter um rendimento financeiro ou uma participação maioritária, em que contem outros direitos que a titularidade de partes sociais confere, tais como o direito a estar representado nos órgãos de gestão da empresa e o exercício do controlo. É o que sucede em casos de fusão, absorção, cisão, aumento e redução de capital, transformação de sociedades, compra e venda de partes sociais maioritárias.

A avaliação da empresa pode ainda decorrer de exigência legal ou estatutária, ou pode ser efectuada voluntariamente. O Código das Sociedades Comerciais, por exemplo, prevê situações em que um revisor oficial de contas tem obrigatoriamente de intervir na avaliação de activos ou de partes sociais². Uma vez, procura-se o desenvolvimento ou a melhoria das condições de funcionamento da empresa; outras, buscam-se alterações de estrutura de capital.

Os motivos determinantes da avaliação e a forma jurídica da empresa condicionam, desde logo, a que fontes de informação recorrer e o grau de pormenor da análise a efectuar.

3. RECOLHA DE INFORMAÇÃO

A recolha de informação é um trabalho de compilação. Recorre, em geral, a elementos de análise estratégica da empresa, elementos sectoriais e elementos macroeconómicos.

As fontes de informação para a avaliação de empresas podem classificar-se em fontes internas e fontes externas. Nas fontes internas de informação inclui-se a informação contabilística da empresa e nas fontes externas, a informação bolsista e a informação sectorial, entre outras. Ambas fazem parte da informação financeira necessária ao processo de avaliação de uma empresa.

A importância de considerar informações macroeconómicas de fonte externa decorre do facto de a empresa desenvolver a sua actividade no quadro geral da economia e, por isso, ver-se afectada, nomeadamente, por decisões de políticas fiscal, cambial e monetária. Daí, a conveniência em apreciar relatórios de instituições nacionais ou internacionais sobre a evolução da economia nacional e internacional (v.g., Instituto Nacional de Estatística, Banco de Portugal, EUROSTAT e Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico).

Como a empresa será influenciada pela evolução do sector onde desenvolve a sua actividade, é importante a análise de relatórios sectoriais emitidos, por exemplo, por intermediários financeiros, instituições como câmaras de comércio e indústria ou organizações sectoriais, empresariais ou sindicais. Estas fontes de informação fornecem dados necessários para proceder à análise sectorial dos factores externos da empresa, tais como clientes actuais e potenciais, fornecedores presentes e futuros, produtos substitutos, empresas concorrentes existentes e novas entrantes. No ambiente contextual destaca-se a informação sobre a tecnologia da empresa e do negócio que desenvolve e correspondentes evoluções prováveis.

¹ Nestes casos o processo de avaliação rege-se por normas legais.

² Cf. entradas de capital em espécie (CSC, artigo 28º, n.os 1 e 3), projecto de fusão (CSC, artigo 98º, n.º 1 e art. 99º, n.os 2 a 4), relatório sobre o património em espécie das sociedades beneficiárias de uma cisão (CSC, artigo 119º, e) e f)).

A recolha de informação inclui também (e principalmente) uma análise exaustiva da empresa, que consiste no diagnóstico dos elementos externos e internos à empresa, com vista a conhecer as ameaças e oportunidades do meio exterior, os pontos fortes e fracos da empresa e, de entre todos, determinar os factores determinantes (críticos, *sic*) do êxito da empresa. Neste contexto, quantifica-se a situação económico-financeira da empresa e obtém-se informação que permita realizar previsões de fluxos de rendimento considerando a estratégia a seguir.

Desde logo, há que distinguir a recolha de informação para uma avaliação com fins de investimento em bolsas de valores, de outra avaliação que vise a negociação privada de transmissão da empresa; como também haverá particularidades na informação para avaliar participações em sociedades por acções quando comparada com a que se obtém nas avaliações de sociedades por quotas, geralmente mais pequenas e com número limitado de sócios.

No caso de avaliação sem intenção de investimento em bolsa, dispõe-se de elementos de ordem interna que poderão ser usados no diagnóstico da empresa, enquanto no outro o investidor apenas tem acesso a informações públicas ou recebidas de analistas financeiros. Na informação financeira cabe distinguir a informação bolsista e a informação contabilística. A cotação, o volume e o índice de frequência de transacções das acções são parte da informação bolsista disponível quando se avaliam participações sociais representadas por títulos admitidos à cotação em bolsa. Certa informação contabilística, de publicação obrigatória, está sempre disponível: os documentos de prestação de contas - cuja elaboração, aprovação e publicidade se encontra regulamentada - são o denominador comum da informação de base contabilística disponível nos casos de avaliação de empresas cotadas e de empresas não cotadas.

Quando a avaliação se realiza a pedido do vendedor, a quantidade e a qualidade de informação disponível será provavelmente superior à que se obtém quando a avaliação é realizada, por exemplo, por analistas financeiros. A disponibilidade da informação influencia a possibilidade de aplicar uns ou outros modelos de avaliação e, logo, os valores estimados por um processo de avaliação.

4. ESCOLHA DOS MODELOS, ESTIMAÇÃO DAS VARIÁVEIS E FIXAÇÃO DOS PARÂMETROS DE AVALIAÇÃO

Os modelos de avaliação são representações simplificadas da realidade empresarial. Esses modelos sintetizam-se em algoritmos que representam o valor atribuído à empresa ou às partes do seu capital.

Os modelos de avaliação de empresas podem agrupar-se nas seguintes categorias: modelos patrimoniais, modelos que actualizam fluxos de rendimento, modelos mistos, modelos comparativos e outros, nomeadamente os modelos de opções. De seguida, apresenta-se uma breve revisão destes modelos³.

MODELOS DE AVALIAÇÃO PATRIMONIAL

A avaliação patrimonial (*asset-based valuation models*) atribui à empresa um valor que se baseia no valor dos elementos patrimoniais individualmente considerados. Para calcular o valor das participações sociais da empresa, o valor dos passivos deve deduzir-se ao valor dos activos. O activo total contabilístico e o valor contabilístico do capital próprio são os métodos mais simples para determinar o valor patrimonial, respectivamente na óptica da empresa e na dos sócios.

A avaliação patrimonial justifica-se melhor, de um ponto de vista económico, no caso de acções ou quotas de uma sociedade em vias de liquidação ou já em processo de liquida-

³ A revisão dos modelos de avaliação de empresas que se apresenta neste estudo não inclui os modelos de gestão do valor, tais como o EVA (Economic Value Added) e o MVA (Market Value Added).

ção. Num contexto de continuidade (*going concern*), o modelo de avaliação patrimonial não é o modelo apropriado para avaliar participações minoritárias, porque aí os activos estão fora do controlo dos sócios minoritários. Apesar de não depender do julgamento do avaliador, o valor contabilístico é função das escolhas sobre relato financeiro dos gestores, escolhas essas que produzem efeitos na afectação dos proveitos e dos custos ao longo do tempo e entre períodos contabilísticos e, conseqüentemente, determinam os saldos dos activos e passivos registados no balanço.

MODELOS DE AVALIAÇÃO QUE ACTUALIZAM FLUXOS DE RENDIMENTO

A perspectiva de avaliação a partir do rendimento (*income approach to valuation*) inclui os modelos de actualização de lucros, os modelos de actualização de dividendos e os modelos de actualização de fluxos de tesouraria (*discounted cash flow models*). Baseia-se na regra do valor actualizado líquido e calcula os valores de uma empresa ou das participações sociais como o valor actualizado de uma corrente de fluxos de rendimento futuro. Assim, o valor de uma empresa vem dado pela expressão:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+r)^t} + \frac{V_n}{(1+r)^n}$$

onde F_t representa o fluxo de rendimento esperado no período t , r é a taxa de actualização ou desconto, n simboliza o número de períodos de previsão explícita dos fluxos de rendimento e V_n é o valor residual, estimado para o período n^4 . Os modelos de avaliação a partir do rendimento variam em função da medida apropriada de fluxo de rendimento F . Assim, consoante o fluxo for definido como lucros, dividendos ou *cash flows*, denominam-se modelos de avaliação a partir dos lucros, modelos de avaliação a partir dos dividendos e modelos de *discounted cash flow*. Além disso, existem diversos pressupostos no que respeita à evolução dos fluxos de rendimento, do período de previsões explícitas desses fluxos e da taxa de actualização. São os seguintes:

- Podem considerar-se fluxos de rendimento constantes ($F_i = \dots = F_j = \dots = F$) ou variáveis de período para período ($F_i \neq \dots \neq F_j \forall i \neq j$), crescendo a uma ou mais taxas constantes (g_i);
- A duração das previsões explícitas dos fluxos de rendimento pode ser infinita ($n \rightarrow +\infty$) ou limitado a um número limitado de períodos ($n=k$), e nesta situação deve calcular-se o valor residual (V_k);
- A taxa de actualização pode ser constante ($r_i = \dots = r_j = \dots = r \forall i \neq j$) ou variar de período para período ($r_i \neq \dots \neq r_j \forall i \neq j$).

Combinações dos pressupostos acima indicados irão originar diferentes modelos de avaliação de empresas.

MODELOS DE AVALIAÇÃO MISTOS

Os modelos mistos (*residual income models*)⁵ combinam a avaliação patrimonial com a avaliação com base no rendimento e podem classificar-se em directos e indirectos. Os modelos directos calculam o valor de uma empresa como a soma do capital correntemente

⁴ A taxa de actualização, isto é, a taxa de rendibilidade exigida pela empresa, assenta no custo de oportunidade do capital e no risco do negócio.

⁵ O modelo de Edwards-Bell-Ohlson (EBO) cai nesta categoria de modelos de avaliação. Baseia-se nos trabalhos de Ohlson (1995) e de Edwards e Bell (1961). O *economic value added* (EVA) e o *market value added* (MVA) derivam desses modelos.

investido e o valor actualizado dos sobrelucros (económicos) futuros. O capital correntemente investido calcula-se com base nos activos, enquanto o sobrelucro económico, ou *goodwill*, representa a parte do rendimento que resta após deduzir a rendibilidade “normal” sobre o capital investido, isto é, o valor actualizado dos lucros anormais gerados por esses activos. Os modelos indirectos não calculam o *goodwill* separadamente, ele aparece por uma via indirecta, como sendo a diferença positiva entre os resultados obtidos quando se aplica a avaliação com base no rendimento e os modelos de avaliação patrimonial. Embora os modelos de avaliação mistos tenham sido importantes no passado, especialmente com a UEC (1961), eles foram perdendo importância até ao aparecimento do conceito de lucro económico (*economic profit concept*) e do *economic value added* (EVA) desenvolvido por Stewart (1991). Este modelo de avaliação desempenha actualmente um papel importante como medida de desempenho das empresas e instrumento de gestão do valor.

MODELOS DE AVALIAÇÃO COMPARATIVA

Os modelos comparativos (*relative valuation models*)⁶ calculam o valor de uma empresa a partir dos valores correntes de mercado para empresas comparáveis. O valor na óptica do sócio baseia-se na avaliação de empresas comparáveis relativamente aos lucros, aos *cash flows*, ao valor contabilístico do capital próprio ou às vendas (Damodaran, 2002). Um tipo de avaliação comparativa baseia-se em dados de transacções passadas de empresas privadas e não admitidas à cotação. Outro tipo de avaliação comparativa, denominado avaliação a partir dos múltiplos, consiste em derivar múltiplos de empresas comparáveis com acções cotadas e, depois, aplicá-los à empresa a avaliar, que pode ser uma empresa não cotada. Formas comuns de avaliação com base nos múltiplos incluem comparações com os rácios *price-to-earnings* (P/E), *price-to-book value* (P/B) *price-to-dividends* (P/D), *price-to-cash flows* (P/CF) e *price-to-sales* (P/S). A aplicação dos múltiplos envolve a utilização do preço de cotação corrente e informação contabilística recente. O rácio resultante é, então, comparado com uma estimativa do rácio apropriado baseado nas contas da própria empresa, de uma empresa concorrente ou média sectorial. Uma objecção à avaliação comparativa é o facto de as escolhas sobre o relato financeiro dos gestores afectarem o valor do capital próprio de uma empresa, registado de período para período e, num dado momento, afectarem as comparações entre os valores contabilísticos de diversas empresas.

MODELOS DE AVALIAÇÃO COM BASE NAS OPÇÕES

Os modelos de avaliação com base nas opções (*options valuation models*), e especificamente os modelos de opções reais, combinam as teorias de investimento, decisão e avaliação a partir de opções com métodos de avaliação estratégica, tais como a análise SWOT⁷. Os processos de tomada de decisão baseados na avaliação a partir de opções permitem identificar e quantificar melhor as alternativas estratégicas. Embora os modelos de avaliação a partir de opções sejam conhecidos desde Black e Scholes (1973), são ainda utilizados numa base limitada. Pode admitir-se que os artigos e os livros de texto sobre *option pricing*, tais como Dixit e Pindyck (1995) e Trigeorgis (1996) têm tido uma divulgação restrita, entre académicos e a comunidade científica, talvez devido ao facto de serem de leitura difícil. Livros mais acessíveis, tais como Copeland e Antikarov (2001), apenas apareceram posteriormente.

Os modelos a aplicar devem adaptar-se à situação da empresa, conforme se diagnosticou na fase de recolha de informação. Assim, não será razoável avaliar uma empresa com

⁶ Os modelos de avaliação comparativa também se denominam *market-based business valuation models*.
⁷ SWOT são as iniciais de *strengths, weaknesses, opportunities and threats*.

rendibilidade aceitável e taxas de crescimento elevadas apenas por modelos de avaliação patrimonial. Pelo contrário, se uma empresa tem apurado prejuízos e é expectável que essa situação não se altere, será inadequado privilegiar os modelos de avaliação pelo rendimento.

Em suma, a adopção de cada um dos modelos de avaliação descritos conduz a diferentes valores para a empresa. São de referir os seguintes factores que podem afectar a valorização dos activos, lucros e *cash flows* resultando em diferentes avaliações: a natureza aleatória dos *cash flows*, a dificuldade em estabelecer quais os montantes de rendimento que são permanentes ou transitórios, as escolhas de políticas contabilísticas e as decisões discricionárias dos gestores.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A aplicação de um modelo de avaliação exige a recolha e a interpretação de informação, a selecção de variáveis e a fixação dos parâmetros de avaliação. O resultado da estimação do valor de uma empresa, ou das suas partes sociais, depende do modelo ou modelos a aplicar. Assim, pode apresentar-se sob múltiplas formas: um valor, um intervalo de valores ou uma distribuição de valores com diferentes probabilidades de ocorrência.

O(s) valor(es) resultante(s) da aplicação do(s) modelo(s) de avaliação seleccionado(s), ou intervalo de valores, constituem indicadores de orientação para a eventual fase de negociação, que sofrerá a influência das diferentes motivações das partes interessadas e tem por fim fixar o preço da empresa ou das participações sociais por mútuo acordo daquelas partes⁸.

Na fase de negociação, ora se aceita o(s) valor(es) da empresa resultante(s) da avaliação, ora se propõe a revisão desse(s) valor(es), voltando frequentemente às fases anteriores do processo de avaliação, para:

- reformular os objectivos da avaliação;
- recolher informação adicional ou actualizar e corrigir a informação recolhida anteriormente;
- privilegiar outro(s) modelo(s) de avaliação;
- especificar novas variáveis ou alterar os parâmetros da avaliação.

Em certos casos, a avaliação, segundo o processo que se descreve, é simples ou mesmo dispensável, pois o preço das posições sociais é público e está disponível: esse é o caso das acções cotadas em bolsa.

O preço fixado na negociação é, muitas vezes, denominado “valor da transacção”. Na negociação especificam-se também as condições de pagamento, quando e como se vai realizar a transacção. Anota-se que, enquanto o valor resulta do processo de avaliação levado a cabo por especialistas (avaliadores), o preço é consequência de um acordo de vontades.

A terminar, indica-se que na avaliação de empresas é indispensável atentar no enquadramento legal vigente, factor que pode ter implicações em todas as fases do processo de avaliação, a ponto de existirem - em particular para as avaliações de interesse público em que o Estado intervém como parte - normas legais de avaliação de empresas⁹.

⁸ Os estudos que antecedem uma transacção podem originar a elaboração de um documento genérico contendo informação útil para chegar a acordo na transacção. Este documento, que se denomina ‘acordo de intenções’ (*memorandum of understanding*), é um ponto de partida para a negociação.

⁹ Veja-se, a este propósito, Ferreira (2004, Apêndice A), onde se apresenta uma descrição pormenorizada dos modelos de avaliação de empresas consagrados na legislação portuguesa.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Black, F. e M. Scholes (1973). 'The Pricing of Options and Corporate Liabilities'. *The Journal of Political Economy*. May-June: 637-654.
- Brilman, J. e C. Maire (1988). *Manuel d'Évaluation des Entreprises*. Paris: Les Éditions d'Organisation.
- Caballer Mellado, V. (1994). *Métodos de Valoración de Empresas*. Madrid: Pirámide.
- Copeland, T. e V. Antikarov (2001). *Real Options: A Practitioner's Guide*. New York: Texere.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*. 2nd ed., John Wiley & Sons. New York.
- Decreto-Lei n.º 262/86, de 30 de Setembro de 1986 e atualizações [Lei que aprovou o Código das Sociedades Comerciais].
- Dixit, A. e R. Pindyck (1995). 'The Options Approach to Capital Investment'. *Harvard Business Review*. 9: 297-082.
- Edwards, E., e P. Bell (1961). *The Theory and Measurement of Business Income*. University of California Press.
- Ferreira, L. (2004). 'Modelos de Avaliação de Empresas e Utilidade da Informação Contabilística'. *Tese de Doutoramento*, Universidade Lusíada, Lisboa.
- Ferreira, L. e M. Sarmiento (2004). 'Que Modelos Adoptam os Revisores Oficiais de Contas na Avaliação de Empresas e de Participações Sociais?'. *Revisores & Empresas*. Ano 6, N.º 25, Abril/Junho pp. 19-31.
- Gordon, M. (1962). *The Investment, Financing and Valuation of the Corporation*. New York, Homewood, Richard D. Irwin.
- Ohlson, J. (1995). 'Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation'. *Contemporary Accounting Research*. Spring 1995: 661-687.
- Pindyck, R. e D. Rubinfeld (1976). *Econometric Models and Economic Forecasts*. Tokyo: McGraw-Hill.
- Stewart, G. Bennet, III (1991). *The Quest for Value. The EVA Management Guide*. New York: Harper Business.
- Trigeorgis, L. (1996). *Real Options: Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocation*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
- U.E.C. [Union Européenne des Experts Comptables, Économiques et Financiers] (1961). *L'Évaluation des Entreprises et Parts d'Éntreprises*. Paris: Dunod, CTI-1.