

28 - A IMPORTÂNCIA DA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS NAS ESTRATÉGIAS DE DIVERSIFICAÇÃO DE MERCADOS INTERNACIONAIS

Rodrigo Simão da Costa

FIFEOP – Faculdades Integradas da Fundação de Ensino Octávio Bastos

E-mail: c.contabeis@feob.br

Max Streicher Vallim

FIFEOP – Faculdades Integradas da Fundação de Ensino Octávio Bastos

E-mail: max@feob.br

***Resumo.** O presente trabalho discute a importância da avaliação empresarial em estratégias de internacionalização, como aquisições, fusões e joint ventures. Apresenta os principais métodos utilizados no processo de avaliação de empresas, enfatizando a necessidade de se obter um preço real, ou pelo menos justo, para a empresa avaliada, levando em consideração que este é o principal fator de sucesso das estratégias de internacionalização.*

***Área Temática:** Modos de presença – fusões e aquisições, joint ventures etc.*

***Palavras-chave:** Avaliação empresarial, estratégias de internacionalização, empresas multinacionais.*

A importância da Avaliação de Empresas nas estratégias de diversificação de mercados internacionais

Resumo. *O presente trabalho discute a importância da avaliação empresarial em estratégias de internacionalização, como aquisições, fusões e joint ventures. Apresenta os principais métodos utilizados no processo de avaliação de empresas, enfatizando a necessidade de se obter um preço real, ou pelo menos justo, para a empresa avaliada, levando em consideração que este é o principal fator de sucesso das estratégias de internacionalização.*

Área Temática: *Modos de presença – fusões e aquisições, joint ventures etc.*

Palavras-chave: *Avaliação empresarial, estratégias de internacionalização, empresas multinacionais.*

Introdução

Nos dias atuais as empresas não estão buscando somente a sobrevivência no mercado, mas a sua dominação. Segundo Albrecht (2000), a tecnologia da informação extinguiu as fronteiras internacionais e a globalização tornou-se uma realidade. Com a globalização, o mundo transformou-se em um só mercado. O aumento da concorrência e o barateamento da informação foram inevitáveis. Neste novo cenário empresarial, a competição entre as empresas tornou-se mais intensa, influenciando diretamente as decisões estratégicas. Conseguir melhores preços, manter um bom atendimento e adequar o produto ao cliente, são fatores importantes para não oferecer oportunidades aos concorrentes.

O mercado internacional pode ser atrativo em virtude de diversos fatores, como vantagens tributárias, proximidade de matérias-primas, oportunidades de negócios oferecidos por determinados setores, entre outros. Com isso, a entrada de uma empresa em mercados internacionais (*entre mode*) visa obter economias de escala na produção e aumentar sua participação em mercados promissores, ou emergentes. Apresentando dimensões internacionais, as empresas passam a ser chamadas de multinacionais. Uma empresa multinacional é aquela que possui unidades, ou filiais, em vários países. Desta maneira, pode fabricar o produto completo ou os diversos componentes do produto em diferentes países. No segundo caso, um terceiro país pode montar o produto que, somente então, será exportado para o resto do mundo.

Quando as empresas multinacionais se encontram em processo de expansão, geralmente optam por países que oferecem mão-de-obra barata, matéria-prima

abundante e incentivos fiscais. Geralmente, tais países possuem um mercado aberto (internacionalizado), possibilitando a entrada de novas empresas. Neste caso, as empresas podem se infiltrar através de diversas estratégias de presença. Segundo Rasmussen (1989), as empresas podem se arriscar em mercados internacionais de três maneiras: via *trading* (agentes ou representantes exclusivos), via *joint venture* e/ou fusão e via aquisição ou incorporação. Qualquer que seja a opção, nota-se a importância da avaliação empresarial na apuração do preço de uma empresa, levando-se em consideração que um preço irreal pode levar ao insucesso de uma transação.

O presente trabalho faz uma breve apresentação de três estratégias de internacionalização, ou seja, fusões, aquisições e *joint ventures*. A seguir, discute conceitos relacionados à avaliação empresarial, apresentando alguns métodos de avaliação. Por último, algumas considerações finais são apresentadas, discutindo fatores relevantes para o sucesso de uma transação internacional.

1. Fusões e Aquisições

Fusões e aquisições fazem parte do cenário empresarial há algum tempo. Nos Estados Unidos, tornaram-se famosas no final do século XIX, ocasionando posteriormente algumas repercussões, como a explosão econômica dos anos 60 e as megatransações dos anos 90. Com a entrada do euro, a Europa vem se envolvendo cada vez mais nesses tipos de transações. Porém, os asiáticos não tiveram muita adesão às fusões e aquisições, mas é provável que o Japão, após o período de estagnação que vem atravessando há dez anos, passe a efetuar um maior número dessas transações (Copeland et. al., 2002).

Tais modos de presença são utilizados para a realocação de recursos na economia global e execução de estratégias corporativas. Podem se tornar benéficos para os empresários e ruins para a economia, caso criem monopólios, prejudicando os consumidores. No entanto, nota-se que, geralmente, os ganhos reais provocados pela eficiência na produção, gerando preços mais baixos e elevando a qualidade dos produtos, auxiliam a economia, tornando-a mais rica e próspera.

Existem vários motivos pelos quais as empresas buscam realizar fusões e aquisições. Tais motivos podem ser reunidos em três contextos: crescimento e diversificação, sinergia e aumento da capacidade.

Em uma aquisição internacional, ocorre uma transferência de conhecimentos e habilidades de uma organização para outra. Porém, o conhecimento do mercado, do ambiente político, econômico e cultural, por parte da empresa adquirida, tende a diminuir o risco da empresa adquirente, tornando a aquisição um procedimento com menor risco que um investimento direto solo (transferência de uma empresa por meio direto e sem ajuda de parceiros).

Uma aquisição nem sempre é satisfatória para o investidor. Transações boas e fáceis são muito raras, sendo que as transações de grande êxito, realizadas de maneira altamente disciplinada, são vinculadas, muitas vezes, a um grande golpe de sorte. Assim, existem estudos que demonstram as expectativas quanto à futura transação (ex ante) e, conseqüentemente, a comparação daquilo que se foi esperado após a implantação dos programas de fusão (ex post).

Um processo de fusão assemelha-se ao de uma aquisição. Porém, a diferença está na dimensão das empresas envolvidas no processo, que devem ser equivalentes. Além disso, as

empresas originais desaparecem definitivamente, dando lugar a uma nova empresa que agrupa os ativos materiais e humanos das empresas anteriores. Segundo Copeland et. al. (2002), para a garantia do sucesso de uma transação, é necessário que ambas as partes participem da gestão da nova empresa.

Segundo Brealey & Myers *apud* Suen & Kimura (1997, p.57), existem várias formas de fusões. As mais importantes são: fusão horizontal, fusão vertical e fusão de conglomerados. Na fusão horizontal, as empresas atuam na mesma linha de negócio, visando as economias de escala e a redução de custos. Em uma fusão vertical, as empresas estão em etapas diferentes de determinado processo de produção. A fusão por aglomerados é a combinação de empresas em negócios não relacionados.

Para Copeland et. al. (2002), nas transações em que o adquirente obteve sucesso, podem-se observar alguns fatores que o auxiliaram no decorrer do processo. Ele consegue aumentar suas chances de êxito se observar uma criação substancial de valor na transação como um todo, isto é, pagar um preço justo pela compra da empresa e captar essa agregação extra para seus acionistas. Ou então, se conseguir pagar um valor baixo de ágio (abaixo de 10%). Além disso, para conseguir elevar o preço por ação após a transação, deve conseguir que suas operações estejam acima da média, uma vez que, estatisticamente, as que estiverem abaixo da média possuem uma probabilidade maior de queda de preço.

Para que se obtenha um retorno maior, ou igual ao capital investido, torna-se necessário melhorar rapidamente os resultados operacionais das empresas adquiridas. Isso pode ser conseguido identificando e incentivando os líderes destas empresas, concentrando-se nos fluxos de caixa gerado e não nos lucros contábeis, envolvendo de maneira mais ativa e interativa os membros do conselho de administração e os proprietários para forçar o ritmo das mudanças e, finalmente, comprando a preços razoáveis, identificando os ganhos concretos e extraindo o investimento em cinco anos.

Quando o valor pago por uma empresa é muito alto, contrastando com a sua realidade, as chances de fracasso são bem maiores. Isso se deve ao fato das sinergias da empresa não corresponderem às expectativas esperadas. Além disso, a má distribuição de recursos após a aquisição pode contribuir, e muito, para o fracasso da mesma. Quanto mais tempo e esforços uma transação consumir, maior será a dificuldade em afirmar que não será gerado valor para os acionistas, podendo assim, os fatos afetarem até mesmo os mais disciplinados dos adquirentes. Copeland et. al. (2002, p.119-121), afirma que são quatro os principais motivos que levam os adquirentes a pagarem mais caro pelas aquisições:

- **Avaliação excessivamente otimista do potencial de mercado** – um comprador que estiver pagando ágio pela empresa, deve saber que terá de capturar sinergias e melhorar o seu desempenho operacional, ou seja, quem estiver apostando em uma empresa deve avaliá-la de maneira independente, para não ser influenciado pelas expectativas do mercado;
- **Superestimativas das sinergias** – é preciso conhecer bem a capacidade de geração de resultados de uma empresa antes de uma negociação, pois se os limites operacionais e as condições de mercado da empresa estiverem restritos a uma determinada escala, um eventual retorno a mais do que sua capacidade, nunca será possível;
- **Erros de “due diligence”** – muitas vezes, informações importantes relacionadas às áreas contábeis e jurídicas, que deveriam ser identificadas antes do processo de transação, escapam e causam transtornos a todas as partes envolvidas. Isso se deve a vazamentos de informações, inexperiência dos profissionais envolvidos ou pelo simples fato de não saber bem o que se está procurando;
- **Lances elevados demais** – o adquirente deve tomar cuidado com seus lances, analisando com cautela a ação de seus concorrentes para não ficar frustrado após ter comprado uma empresa por meio de uma “guerra de lances”.

Após a efetivação de uma transação, o adquirente terá pela frente o maior de todos os obstáculos, a implantação. Uma implantação sólida nem sempre é a melhor maneira para se atingir o sucesso, pois dificulta a integração entre as duas organizações. Copeland et. al. (2002, p.122-129)

diz que um programa de aquisição e fusão pode ser dividido em cinco etapas distintas, as quais são relacionadas a seguir:

1. **Faça a Lição de Casa** – neste estágio pré-aquisitivo é realizada uma auto-análise da empresa e de seus setores;
2. **Identificação e Seleção de Candidatas** – para ser bem sucedido, um adquirente deve selecionar e cultivar ativamente suas empresas candidatas, desenvolvendo uma base de dados e um conjunto de arquivos sobre as de maior potencial. Reduzindo o universo de candidatas por meio de critérios de exclusão, o adquirente estará descartando aquelas grandes ou pequenas demais, ou as que não estiverem ligadas às atividades correlatas;
3. **Avaliação Aprofundada de Candidatas de Alto Potencial** – o passo seguinte é a avaliação detalhada de cada uma das candidatas remanescentes, identificando suas estratégias para a criação de valor, ou seja, o retorno do valor que foi pago incluindo o ágio da transação. Devem ainda ser analisados os fatores fiscais, por influenciarem economicamente a empresa, e os contábeis, por estar a empresa obrigada à apresentação de resultados a terceiros, segundo determinação de um complexo conjunto de regras;
4. **Contato, Corte e Negociação** – agora começa o processo de cortejamento das principais candidatas à aquisição. Um cortejamento hostil, pode implicar em sérios problemas de integração após a aquisição. É preciso negociar de maneira cuidadosa e objetiva, pois os adquirentes que não fizerem bem suas lições de casa ou que deram lances excessivos, podem virar, eles mesmos, alvos de uma futura aquisição. Negociar é uma arte, e o potencial de uma negociação pode ser medido pela calma e pela criatividade em se superar os obstáculos;
5. **Gerenciamento da Integração Pós-Fusão** – esta etapa de Gerenciamento Pós-Fusão (Post-Merger Management, ou PMM) consiste em se descobrir como recuperar o investimento feito em uma transação. Levando-se em consideração que a integração é o maior obstáculo em uma transação, é preciso criar uma nova definição do modelo de negócios para se saber como as empresas vão “se encaixar”. Também se deve levar em conta que uma fusão gera grandes incertezas e conflitos, onde muitos empregados temerão perder seus empregos e não vão se entrosar com a nova companhia. É preciso fazer mudanças, mas somente o tempo irá acalmar a ansiedade. Definir rapidamente o nível administrativo superior para se evitar possíveis facções, e comunicando-se com maior franqueza com os empregados para amenizar conflitos e melhorar sua auto-estima, farão com que os problemas sejam amenizados após ser completada a fusão. Assim, quanto maior for a rapidez e o ganho de fluxo de caixa, melhor será o êxito de uma transação.

2. Joint Ventures

A *joint venture*, mais especificamente a internacional, possui diversas diferenças em relação às aquisições e fusões. É uma sociedade entre uma empresa nacional e uma estrangeira, onde não se costumam pagar ágio por qualquer das partes. Frequentemente, é estabelecida uma nova entidade jurídica autônoma, com vida jurídica própria. Desta maneira, pode se concentrar em elementos do sistema de negócios e ser dissolvida após um período de tempo.

Seu risco é bem menor que o das aquisições e fusões, em vista das empresas decidirem, através de acordos, com quais ativos desejam ingressar para a formação de uma nova empresa.

Segundo Copeland et. al. (2002), para que uma *joint venture* possa obter sucesso são necessários dois fatores. É preciso que ambas as partes obtenham êxito em seus objetivos estratégicos e que recuperem o custo financeiro de seu capital.

Também é importante a uniformidade de propriedade, pois uma aliança só funciona bem quando as duas parceiras são fortes. Quando uma delas é fraca, acaba complicando a administração. Quando existe uma majoritária, acaba colocando seus interesses acima dos da outra, ou da própria *joint venture*.

A flexibilidade também não pode ser descartada, uma vez que o poder relativo das empresas criadoras muda à medida que flutuam os mercados e as necessidades dos clientes e pelo surgimento de novas tecnologias.

Como as *joint ventures* possuem vida limitada, o vendedor deve prever tal resultado para que as vendas não afetem seus interesses estratégicos de longo prazo, virando este, alvo de uma possível compra futura. Muitas vezes, o comprador natural é aquele que esteja disposto a investir no desenvolvimento da *joint venture*.

3. Avaliação Empresarial

Avaliar uma empresa não é uma tarefa simples. Cada empresa possui suas próprias variáveis, não podendo assim, fazer uma generalização entre elas. Aspectos como o porte da empresa, a quantidade de dados disponíveis e o objetivo da própria avaliação são os responsáveis por essa não generalização, considerando-se assim, o processo de avaliação mais importante que o próprio produto em si, isto é, que a empresa. Nesse sentido, o processo de avaliação de uma empresa que está se instalando é totalmente diferente de uma empresa que já está funcionando, ou daquela que está sendo liquidada

Falcini (1992) relaciona algumas situações para a utilização da avaliação empresarial. Dentre elas, pode-se citar as situações de compra e venda de uma empresa, estudos de viabilidade de associações de interesses da empresa, expropriação legal, determinação das participações sociais, fusão de duas ou mais empresas e cisão parcial ou total de uma empresa.

Para Damodaran (2002), são três as fontes utilizadas para a avaliação de uma empresa: as demonstrações financeiras atuais, o seu histórico e os concorrentes ou grupos de pares da empresa. Qualquer que seja a situação envolvida pela negociação, o valor da empresa deve sempre ser baseado na capacidade de geração de fluxos de caixa e na incerteza a eles associada.

Porém, para se chegar a um valor real ou justo para uma empresa, o avaliador deve se valer dos vários métodos utilizados na avaliação empresarial. Cada método depende da situação apresentada e da disponibilidade e confiabilidade das informações conseguidas.

A seguir serão apresentados alguns destes métodos utilizados na avaliação empresarial. Alguns deles são mais simples, outros mais complexos, alguns consideram o maior número de variáveis possíveis, outros não. Como já foi dito, avaliar é uma arte e requer muito mais que conhecimentos teóricos; envolve a sensibilidade, astúcia e o contínuo aprimoramento do avaliador.

3.1 Método Patrimonial

É o método pelo qual é considerado como base o valor do patrimônio líquido da empresa, ou seja, capital mais reservas (Schoeps, 1972, p.69). O patrimônio líquido é constituído pelo total dos bens e direitos, subtraindo-se as exigibilidades como fornecedores, contas a pagar e outros

eventuais empréstimos. Porém, apresenta algumas particularidades que o tornam um método não muito utilizado na avaliação de uma empresa. Como se trata de uma demonstração estática e reservada para fins financeiros e não gerenciais, o valor apresentado no patrimônio líquido, por mais próximo que possa se encontrar da realidade da empresa, não expressa elementos que, às vezes, são considerados os maiores patrimônios de uma empresa: como os “ativos intangíveis”. Pode-se citar como ativos intangíveis as marcas e patentes, o bom nome na praça, a clientela, entre outros. Estes intangíveis são o maior fator de imprecisão em um processo de avaliação empresarial, devido à sua complexidade e quantidade de variáveis envolvidas, sendo também chamados de *goodwill*.¹ Sendo assim, poderá ser utilizado somente como base na comparação de resultados alcançados em um determinado período de tempo.

3.2 Método do Fluxo de Caixa Descontado

É o método onde o valor de qualquer ativo é o valor presente dos fluxos de caixa futuros dele esperados. Para tanto, desconta-se o Fluxo de Caixa Livre pelo Custo Médio Ponderado de Capital. Damodaran (1997) apresenta a seguinte fórmula para a obtenção do Fluxo de Caixa Descontado:

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCLE_t}{(1 + CMPC)^t}$$

onde:

FCLE é o Fluxo de Caixa Líquido no ano t.

CMPC é o custo médio ponderado de capital.

O CMPC é a taxa de desconto que será usada para converter o fluxo de caixa esperado em valor presente. Pode ser calculado pela seguinte fórmula:

$$CMPC = K_i \frac{B}{V} + K_p \frac{P}{V} + K_s \frac{S}{V}$$

onde:

K_i é a taxa de custo do capital de terceiros após o imposto de renda.

B é o valor de mercado dos financiamentos.

V é o valor de mercado da respectiva empresa ($V = B + P + S$).

K_p é a taxa de custo das ações preferenciais não-conversíveis.

P é o valor de mercado das ações preferenciais.

K_s é a taxa de custo do capital próprio.

S é o valor de mercado do capital próprio.

Este método pode ser utilizado para se avaliar qualquer empresa, desde que existam informações suficientes para prever tanto o fluxo de caixa líquido como o custo médio ponderado de capital.

3.3 Método do Resultado Econômico Residual

Guerreiro (1991) explica que o Resultado Econômico Residual (RER) é o valor máximo que a empresa conseguirá distribuir em dividendos, ou seja, é aquilo que sobra depois da remuneração dos stakeholders, ou conjunto de usuários. Este método possui algumas limitações devido à subjetividade dos critérios utilizados na apuração do resultado econômico, o que pode prejudicar uma análise. Porém, pode ser utilizado para analisar o mercado estabelecendo uma base de comparação de desempenho, calcular o real valor do que resta para a sociedade, encontrar o valor

¹ Goodwill pode ser considerado como o valor que o mercado esteja disposto a pagar pelo sucesso ou pela garantia de sucesso de uma empresa.

que realmente remunera os investidores, entre outros. Para Frezatti (1998), o Resultado Econômico Residual pode ser obtido através da fórmula:

$$RER = \frac{RODIR}{CI - CPCE} CI$$

onde:

RODIR representa o resultado operacional depois do imposto de renda, mas não afetado pelo custo de financiamento das operações e devidamente ajustado por outras adições e exclusões.

CI é o capital investido.

CPCE é o custo ponderado de capital da empresa, tanto dos de terceiros quanto dos próprios.

Copeland (1995) explica que a metodologia do resultado econômico é o valor gerado pela empresa em um único período de tempo, determinado pela diferença entre a taxa do retorno do capital investido e a do custo de capital, aplicada ao total do capital investido.

Após se apurar o resultado econômico, é preciso fazer as projeções dos resultados futuros e trazê-las a valor presente. Então, somam-se estes resultados trazidos a valor presente ao capital investido pelos acionistas para se chegar ao valor final da empresa.

3.4 Método de Avaliação pelo Valor de Mercado

O procedimento utilizado neste método de avaliação baseia-se no valor das ações de uma empresa cotadas na bolsa de valores. Ross (1995) distingue os dois tipos existentes de ações: as preferenciais (que têm prioridade em relação ao pagamento de dividendos e ativos, em caso de liquidação) e as ordinárias (que têm direito a voto, ou seja, que participam do controle da empresa). Estas últimas podem indicar o valor do controle da empresa, isto é, o quanto um acionista teria de pagar a mais caso tenha interesse de participar do processo decisório, sendo porém, muito rara a transferência do controle de grupos de acionistas.

Este método de avaliação, muitas vezes, não evidencia o real valor da empresa pelo fato das ações poderem estar em um nível muito baixo (motivado por assuntos conjunturais, por exemplo) ou mais alto (alta procura pelas ações, por exemplo).

3.5 Método Sintético ou Comparativo

É o método que consiste em estimar um valor para a empresa comparando-a com outras do mesmo setor com dimensões semelhantes em determinado momento. Damodaran (1997, p.17) diz que o valor de um ativo deriva da precificação de ativos comparáveis, como ele próprio cita como exemplo “a utilização de um índice preço/lucro setorial médio, para avaliar uma empresa, pressupondo-se que as outras empresas do setor são comparáveis à empresa objeto da avaliação e que o mercado em média, precifica essas empresas de modo correto”. Aí está sua maior limitação, onde há uma suposição de que empresas do mesmo setor e tamanho podem possuir o mesmo valor. Assim, sua aplicação se restringe às empresas onde os dados são um tanto restritos.

Segundo Mellado (1994) existem três formas para calcular o valor de uma empresa pelo método sintético, onde cada uma delas levará a resultados diferentes, porém próximos uns dos outros. A primeira toma como base os preços conhecidos de compra e venda (V) e seus correspondentes valores de variáveis explicativas (X)². Assim, pode-se consegui-lo pela seguinte fórmula:

$$Va = \frac{\sum (Va_1 + Va_2 + \dots + Va_n)}{\sum (Xa_1 + Xa_2 + \dots + Xa_n)} Xa$$

onde:

² Pode-se citar como exemplos de variáveis explicativas a clientela, vendas por clientes, faturamento, lucros, fluxos de caixa, entre outros.

Va é o valor que se pretende estimar.
a1, a2... são as empresas objetos da avaliação.

Como exemplo, uma avaliação entre duas empresas (a1 e a2) que possuem os seus valores estimados e variáveis explicativas, respectivamente, $V_{a1}=1, V_{a2}=2$ e $X_{a1}=2, X_{a2}=3$, e que a variável explicativa estimada seja 2, ficaria:

$$Va = \frac{\sum (1+2)}{\sum (2+3)} 2 = 1,2 \Rightarrow \text{valor estimado para essas empresas}$$

A segunda forma é a de análises por rateios, onde todos os dados das transações possuem o mesmo peso. Esse critério consiste em calcular a média dos rateios, que se obtém com o coeficiente entre as variáveis V e X, através da expressão:

$$Va = a Xa$$

sendo:

$$a = \frac{\sum_{i=1}^n a_i}{n}$$

onde:

n é número de empresas que se conhece o valor de negociação.

A terceira forma consiste em adotar um critério de proporcionalidade, baseado em valores extremos, isto quer dizer, quando um valor extremo da variável valor de mercado de um conjunto de dados (máximo ou mínimo) corresponder a um valor extremo (máximo ou mínimo) da variável explicativa, poderá ser utilizado um procedimento que passará por ambos os pontos. Quando isso acontecer, o valor da empresa poderá ser obtido pela seguinte fórmula:

$$Va = V_{Mm} + \frac{(V_{MM} - V_{Mm})(Xa - X_m)}{(X_M - X_m)}$$

onde:

V_{MM} é o valor de mercado máximo.

V_{Mm} é o valor de mercado mínimo.

X_M é a variável explicativa máxima.

X_m é a variável explicativa mínima.

3.6 Método Econométrico de Regressão

Este método consiste em conhecer o valor de uma variável desconhecida a partir de valores conhecidos de outras variáveis. Mellado (1994) diz que o método econométrico de regressão considera que o valor de um pequeno negócio ou parte de uma empresa, variável endógena (V_M), está relacionado com um grupo de características ou variáveis explicativas (X_1, X_2, \dots, X_n), chamadas variáveis exógenas que podem ser clientela, faturamento, custo do capital, coeficiente de endividamento, expectativa de recebimento ou aumento de dividendos, entre outros. Portanto, pode-se utilizar uma expressão do tipo:

$$V_M = f(X_1, X_2, \dots, X_n)$$

Esta expressão pode ser calculada partindo-se de uma base de dados composta de preços de mercado de transações já realizadas e dos valores das variáveis explicativas dos pequenos negócios, objeto dessas transações. Para ser utilizada no processo de avaliação de empresas, é necessário que o cálculo desta função comece pelas funções lineares com termo independente, como:

$$V_M = a_1 X_1 + a_2 X_2 + a_n X_n + a_{n+1}$$

onde:

$a_1 \dots a_{n+1}$ são os parâmetros da regressão.

Nesse método, podem ocorrer distorções devido à adoção de um valor de mercado pelo valor estimado de regressão, gerado pelos coeficientes de correlação de cada uma das variáveis (exógenas e endógenas). Sendo assim, é essencial considerar as características particulares de cada empresa, em cada situação.

3.7 Método do Valor Subjetivo

Segundo Mellano (1994), uma empresa pode apresentar valores diferentes de acordo com os pontos de vista de vários empresários, ou seja, o valor da empresa (empresa “Z”) varia pelo fato de cada empresário (empresário “H”) possuir uma condição particular diferente dos demais empresários. Porém, o autor esclarece que este método não arbitra valores, pelo contrário, ele é conseguido através de cálculos absolutamente racionais. Assim, o valor subjetivo da empresa pode ser conseguido através da diferença entre recebimentos e pagamentos, previamente atualizados, que o empresário ou a empresa, espera obter pela exploração futura da empresa. Este valor pode ser calculado pela seguinte fórmula:

$$V_{ZH} = \frac{Q_{1ZH}}{(1+r)} + \frac{Q_{2ZH}}{(1+r)^2} + \dots + \frac{Q_{nZH}}{(1+r)^n}$$

onde:

V_{ZH} é o valor subjetivo da empresa para o empresário H.

$Q_{1ZH}, Q_{2ZH}, \dots, Q_{nZH}$ são os fluxos de caixa.

n é o número de anos durante os quais o empresário H manterá seu retorno na empresa Z.

r é o tipo de capitalização.

Este valor se define como a média ou a moda dos valores subjetivos dos empresários interessados na empresa, sendo a média, utilizada no caso de um número reduzido de interessados.

Porém, neste método de avaliação, a dificuldade de acesso às informações referente às expectativas dos prováveis compradores impõe certas restrições à sua implantação.

3.8 Método Direto ou Anglo-Saxão

Este método consiste em calcular o valor do ativo líquido (ou valor substancial) e o valor de *goodwill*. Segundo Amorin (1994), entende-se por ativo líquido a somatória do total do ativo, corrigido e reavaliado, subtraindo-se aqueles que não fazem parte do ciclo operacional, e somando-se aqueles bens que, mesmo não pertencendo à empresa, concorrem para sua atividade (bens alugados, em locação, comodatários, etc). O *goodwill* pode ser considerado como bens incorporados pela empresas, como as marcas, patentes, clientela, entre outros. Para Mellano (1994, p. 164), o *goodwill* pode ter benefícios de duração limitada ou ilimitada. Os de ilimitada, podem ser calculados pela fórmula:

$$GW = \frac{V_s(r_1 - i)}{r}$$

onde:

V_s é o valor substancial.

r_1 é a rentabilidade real da empresa em relação ao valor substancial.

i é a taxa de renda julgada legítima.

GW é o *Goodwill*.

Os de duração limitada, são calculados pela fórmula:

$$GW = \frac{B + iV_s}{(1+i)}$$

onde:

B são os benefícios totais esperados.

Quando apurado o *goodwill*, soma-se o valor do ativo líquido para encontrar o valor da empresa. Como limitação neste método, aponta-se a subjetividade envolvida na determinação da taxa de renda julgada legítima para o cálculo do *goodwill*.

Considerações Finais

Com a globalização e o grande avanço tecnológico dos últimos tempos, a rapidez nas trocas de informações provocou um aumento na concorrência entre as empresas. Não apenas pelo fator qualidade, tão exigida pelos consumidores, mas também, pela facilidade de infiltrações nas barreiras mercadológicas provocadas pela abertura de mercados. Especificamente no Brasil, o consumidor passou a ter acesso a produtos melhores e mais baratos a partir de 1990.

Neste cenário, as empresas devem se planejar para não apenas ficarem “vivas” em seu mercado, mas devem aproveitar as várias oportunidades que surgem no ambiente internacional objetivando uma maior expansão.

Quando planeja diversificar seu mercado, uma empresa, geralmente, acaba se deslocando para regiões que oferecem mão-de-obra barata, matéria-prima abundante ou incentivos fiscais, se possível, todos os três. Ela pode optar por investimentos em pesquisas e aquisições em vez de construção de instalações e compra de equipamentos.

Estrategicamente, as aquisições, fusões e *joint ventures* tornam-se opções viáveis na diversificação de mercados por se utilizarem de empresas e negócios já existentes. Com isso, conseguem diminuir consideravelmente o risco do negócio.

Mas, para que a transação possa ser bem sucedida é necessário que o valor a ser pago por uma empresa seja um preço real, ou pelo menos justo. Um preço ilusório, que não corresponda as reais capacidades de geração de riqueza da empresa, pode levar ao insucesso uma transação, pelo fato das sinergias não suportarem as expectativas esperadas.

Avaliar uma empresa não é tarefa fácil. Depende muito do talento do avaliador e da confiabilidade das informações apuradas. Como elas são obtidas das demonstrações financeiras, do histórico da empresa e dos concorrentes ou grupos de pares, é necessário que haja clareza e confiabilidade em seu processo de obtenção. Diversificar mercados através de aquisições, fusões e *joint ventures* pode ser uma ótima estratégia, porém, deve-se tomar o cuidado para não superavaliar o preço de uma empresa, pois muitas vezes, este fato contribui para fracasso de uma transação.

Referências

AMORIN, José Tarcísio Augusto de, COSTA, Carlos Alberto Josuá. **Um enfoque sobre a avaliação de empresas** – 1ª parte. Caderno Brasileiro de Avaliações e Perícias, p. 219-232, fev.1994.

- COPELAND, Tom et. al. **Valuation: measuring and managing the value of companies**. 2. ed. New York: Wiley, 1995.
- COPELAND, Tom, et. al. **Avaliação de empresas – Valuation**. Calculando e gerenciando o valor das empresas. 3. ed, São Paulo: Makron Books, 2002.
- DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos**: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.
- DAMODARAN, Aswath. **A face oculta da avaliação**: Avaliação de empresas da velha tecnologia, da nova tecnologia e da nova economia. São Paulo: Makron Books, 2002.
- FALCINI, Primo. **Avaliação econômica das empresas**: técnica e prática: investimentos de risco, remuneração dos investimentos, geração de fundos de caixa, contabilidade por atividades e por fluxo de caixa. São Paulo: Atlas, 1992.
- FREZATTI, Fábio. **Valor da empresa**: avaliação de ativos pela abordagem do resultado econômico residual. Caderno de Estudos da FIECAFI-FEA/USP, São Paulo, v. 10, n. 19, p. 57 – 69. set./dez. 1998.
- GOULART, Marselle. **Como encontrar o valor de uma empresa**: um enfoque teórico sobre os métodos de avaliação. Revista do Conselho Regional de Contabilidade do Rio Grande do Sul, Rio Grande do Sul, p. 56-66, outubro 1999.
- GUERREIRO, Reinaldo. **Mensuração do resultado econômico**. Caderno de Estudos da FIECAFI/FEA-USP, São Paulo, n. 3, p.1-23, set. 1991.
- MELLADO, Vicente Caballer. **Métodos de valoración de empresas**. Madrid: Ediciones Pirámide, 1994.
- RASMUSSEN, U. W. **Aquisições, fusões & incorporações empresariais**. São Paulo: Aduaneiras, 1989.
- ROSS, Stephen A., et al. **Administração financeira**. Tradução Antonio Zorato Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1995.
- SACK, R; ALBRECHT, S. **Charting the course through a perilous future**. Accounting Education Series, Vol. 16. USA: American Accounting Association, 2000.
- SCHOEPS, Wolfgang. **Quanto vale uma empresa?** Revista de Administração de Empresas da FGV. Rio de Janeiro, v.12, n. 4, p.68-72, out/dez. 1972.
- SUEN, Alberto Sanyuan; KIMURA, Herbert. **Fusão e aquisição como estratégia de entrada (entre mode) no mercado brasileiro**. Caderno de Pesquisas em Administração. São Paulo, v.2, nº 5, 2º Sem./97.