

**O VALOR DA EMPRESA NA PERSPECTIVA DA OFERTA
(EM TORNO DA NOÇÃO DE PREÇO MÍNIMO).**

Luiz Alfredo Raposo

*Economista do BNDES. Atualmente cedido ao Governo do Estado de Pernambuco,
como assessor do Programa Estadual de Desestatização.*

RESUMO: Este trabalho baseia-se em estudos anteriores do autor e de Fernanda Pontual. Adota, para determinar o valor de uma empresa, o ponto de vista da oferta, ou seja, de um empresário buscando determinar qual o preço mínimo a pedir por sua empresa. Reflete, portanto, a visão de um lado apenas, mas a forma de analisar proposta pode servir de inspiração para análises sob o prisma do comprador. Inicialmente, os conceitos de valor patrimonial (valor estático) e de valor atual do fluxo de caixa (valor dinâmico) são submetidos a cuidadoso exame; re-toma a questão da otimização, para a qual tenta desenvolver um esquema conceitual mais detalhado. São abordados, ainda, pontos como a escolha da taxa de desconto a ser utilizada e aspectos importantes da noção de fluxo de caixa.

Palavras-chave: Empresa; avaliação de empresa; valor patrimonial; fluxo de caixa; otimização; taxa de desconto; venda.

1. INTRODUÇÃO

Em artigo inserido no número 93 da revista *Rumos do Desenvolvimento* publicada pela Associação Brasileira de Instituições Financeiras de Desenvolvimento-ABDE⁽⁶⁾, Fernanda Pontual e eu fizemos a apresentação de uma metodologia *standard* de avaliação de empresas. Nele, a tese central foi a de que o modo de avaliar difere segundo a ótica adotada, isto é, segundo seja o interessado vendedor ou comprador. Por conseguinte, estaria equivocado o avaliador que, ao trabalhar para um deles, empregasse a metodologia aplicável ao outro. Especificamente, e em resumo, as constatações principais do trabalho foram as seguintes:

- a) para o vendedor, faz sentido o cálculo de um preço mínimo, que é o menor preço a tornar a venda preferível a suas alternativas. As alternativas básicas que o empresário tem para a venda são liquidar a

empresa ou continuar a operá-la. Por conseguinte, o preço mínimo é o maior dentre dois valores: o valor patrimonial da empresa, correspondente à hipótese da liquidação; e o valor atual de seu fluxo de caixa projetado, ligado à da continuação. Os dois cálculos são antinômicos: ao valor patrimonial se chega pela soma do valor de mercado de cada um dos ativos da empresa, daí deduzida a quantia a pagar pela liquidação antecipada desses ativos e dos débitos (ou o valor de recompra dos títulos de dívida da empresa, se eles estão no mercado). É, portanto, o cálculo de uma grandeza estática, feito de um modo analítico. Pelo outro, obtém-se um valor para a empresa (e, conseqüentemente, para o conjunto dos itens que a compõem), com base nos benefícios líquidos que ela deverá gerar para seu detentor, ao longo do tempo. Noutros termos, simula-se o funcionamento futuro da empresa e, do seu fluxo de benefícios brutos, subtrai-se o dos custos com a dívida. Atualizado o saldo, tem-se a magnitude desejada. Trata-se, assim, do cálculo de uma grandeza dinâmica realizado por um método sintético.

- b) Para o comprador, interessa o preço máximo, que é o maior lance a tornar a compra mais interessante que suas alternativas. Uma vez que as alternativas básicas, aqui, são não entrar no negócio ou entrar via construção de uma empresa idêntica nova, este preço será, então, o menor dentre o valor obtido pelo fluxo de caixa projetado da empresa e seu valor de reposição ajustado (outra grandeza estática, obtida analiticamente).
- c) Desta formulação deduz-se que, ao contrário do que se pensa comumente, os critérios do valor patrimonial, do valor atual do fluxo de caixa e do valor de reposição, longe de alternativos, funcionam como peças de um só modelo. O critério central, presente no cálculo tanto do preço mínimo quanto do máximo, é o do valor atual do fluxo de caixa; com ele são confrontados os outros dois.
- d) Pelo visto, também, o valor de reposição serve de critério básico de decisão para o comprador, não para o vendedor. É, porém, útil a este como elemento informativo: o cotejo dele com o preço mínimo ensaja saber, de antemão, das possibilidades de a venda se efetuar ou não. Se ele for menor, isso significa que será mais vantajosa para o vendedor uma das alternativas à venda. Analogamente, o valor patrimonial dificilmente embasará a decisão de um comprador, porque, salvo em casos excepcionais, a idéia de construir toda uma nova unidade produtiva

com componentes de segunda mão deverá revelar-se bastante pouco prática. Funciona, porém, como um bom termômetro do risco da aquisição, à medida que lhe dá uma estimativa da perda que sofrerá se, depois de comprada a empresa, por um motivo qualquer, ele resolver liquidá-la.

- e) Do exposto também se deduz que, num contexto semelhante, a noção de valor patrimonial, ao ser aplicada a bens particulares, deve exprimir muito objetivamente um valor de mercado. Isto é, deve indicar preços aos quais são transacionáveis, no mercado de segunda mão, os bens da empresa, não no seu conjunto, mas como bens autônomos (isto é, individualmente ou em subconjuntos). Não sendo isso, será, aqui, um número vazio de significado.
- f) Finalmente, procura o citado artigo demonstrar, a avaliação não é o simples cálculo de uma grandeza, tal como ela se apresenta num dado momento. É antes um exercício de otimização, pois em toda empresa, além dos negócios rotineiros, existe, tanto do lado do ativo quanto do passivo, o que se poderia chamar de um "campo de oportunidades", de cuja exploração se extrai uma parte de seu valor. Há, pois, neste, uma componente real e outra virtual, a "valia" e a "mais-valia"...

Este trabalho, tomando o anterior por base, tem um escopo mais restrito. Ao longo de todo ele, estarei invariavelmente adotando a ótica da oferta, ou seja, a de um empresário buscando determinar qual o preço mínimo a pedir por sua empresa. É a ótica com a qual, por dever de ofício, tenho me familiarizado mais, ultimamente. Se dela resulta, diretamente, a visão de um lado apenas, a forma de analisar que aqui será proposta pode, contudo, servir de inspiração para análises sob o prisma do comprador. Nos itens 2, 3 e 4, os conceitos de valor patrimonial e de valor atual do fluxo de caixa (ou, como fica mais simples, valor estático e valor dinâmico) são submetidos a um exame mais cuidadoso; e é retomada a questão da otimização, para a qual tento desenvolver um esquema conceitual mais detalhado. São, ainda, abordados alguns pontos que fugiram aos propósitos do primeiro: a escolha da taxa de desconto a ser utilizada, assunto de que se ocupa a seção 5; e enfim, alguns aspectos importantes da noção de fluxo de caixa na versão que interessa, aqui, assunto da seção 6.

2. O PROBLEMA PRÁTICO DO AVALIADOR E OS DOIS ENFOQUES BÁSICOS DE AVALIAÇÃO

2.1. O PROBLEMA PRÁTICO

Cumpra começar por definir precisamente o problema prático a ser resolvido. Três valores estão em jogo:

- a) o valor da empresa, ou melhor, o do seu ativo, determinado pelos benefícios líquidos (no sentido financeiro de entradas líquidas de caixa) que esse ativo pode render aos financiadores da empresa em geral (empresários, sócios minoritários e credores);
- b) o valor da empresa para seus sócios, definido como o valor da empresa menos o dos débitos para com os credores;
- c) o valor da empresa para o empresário, que é o resíduo que ficar, depois de abatidas as partes dos credores e dos sócios minoritários.

Em geral, a avaliação é feita por encomenda de um empresário-vendedor, e neste caso, o que interessa é avaliar a parte dele dentro da empresa. Ou seja, a grandeza a medir é a referenciada no item c. Mas, para determiná-la, deve-se, antes, calcular o valor da empresa para os sócios e, a este, aplicar a quota-parte do empresário. Do ponto de vista analítico, a segunda operação é trivial; básica é a de determinar b. É a ela (ou a seu equivalente descobrir o valor do item c para um empresário sem sócios) que será dedicado este trabalho.

Cabe observar que o valor da empresa e o da parte pertencente aos sócios podem sempre ser apresentados em termos de relação aditiva:

valor da parte dos sócios = valor da empresa - valor dos débitos.

Aliás, na avaliação patrimonial, o cálculo separado das duas parcelas do segundo membro torna-se imperioso. Já na avaliação dinâmica, pode-se obter diretamente o valor da parte dos sócios, mas o valor da empresa não é difícil de desentranhar. Contudo, um cuidado impõe-se, aí, para garantir a aditividade: será necessário considerar como benefício peculiar ao endividamento (ou como redutora dos seus custos) a redução de Imposto de Renda (ou dos impostos sobre lucro) ocasionada pelo pagamento de juros. Equivale isso a trabalhar com uma taxa de juros r^{**} assim definida:

$$r^{**} = r^* (1-il),$$

onde r^* = taxa de juros bruta;

il = alíquota dos impostos sobre lucro

2.2. UMA PRIMEIRA OTIMIZAÇÃO DO VALOR DINÂMICO

Assente este princípio, é hora de voltar à fórmula básica de avaliação, antes mencionada (segundo a qual, para determinar o preço mínimo, deve-se, previamente, estimar o valor patrimonial e o valor atual de seu fluxo de caixa), e fazer alguns comentários. O primeiro é que as fórmulas, tais como apresentadas na Introdução, valem na medida em que as duas alternativas forem realmente praticáveis pelo empresário. Em certos casos, pode acontecer de ele descartar *in limine* uma delas. Por exemplo, se a empresa é pública e presta um serviço essencial, certamente o governo não cogitará de liquidá-la. As alternativas válidas, aí, são privatizar ou continuar a operar. Em consequência, deve-se considerar nulo o valor estático, pelo menos dos itens essenciais (adiante definidos). Outra possibilidade é dispor o vendedor de uma terceira alternativa à venda (por exemplo o arrendamento). Num caso assim, o cálculo do preço mínimo terá de levar em conta esta alternativa, porém sob uma condição inarredável: a de a alternativa apresentar-se concretamente, sob a forma de uma proposta firme (de arrendamento). Convém não esquecer estas observações, ao ler os comentários seguintes e o restante do trabalho.

Segundo comentário: a dicotomia "valor estático x valor dinâmico" pode ser estendida a cada item patrimonial, o que permite realizar uma primeira rodada de otimização do valor dinâmico, a que otimiza sua componente real. Antes de aprofundar o assunto, é oportuno observar que, teoricamente, há duas formas alternativas de medir o valor dinâmico de um item: uma delas consiste em retirá-lo mentalmente do patrimônio e calcular o efeito que isso tem sobre o fluxo de caixa da empresa; a outra, em determinar os benefícios que o item daria, caso fosse posto a funcionar sozinho. Os resultados de cada uma tendem a diferir. No contexto deste trabalho, a primeira forma é preferível, por razões que serão apresentadas logo adiante.

Para fixar idéias, seja o QUADRO 1, que, por hipótese, contém, na sua coluna da esquerda, o rol de todos os ativos da empresa, tais como eles se encontram hoje:

QUADRO 1
Valores Calculáveis para um Ativo

Ativo	Valor dinâmico	Valor estático	Valor atual	Valor atual positivo
Ativo i	VDA^i	VEA^i	$VA(A^i)=VEA^i-VDA^i$	$VA(A^i)^+$

Observe, agora:

- a) num QUADRO assim, deve haver itens para os quais $VEA=0$. São os itens sem valor de liquidação (por exemplo, bases para máquinas e equipamentos, despesas de implantação e pré-operacionais, prejuízos a amortizar). Um subtipo a merecer destaque é o dos créditos não-negociáveis no mercado (tais como os contratos de mútuo, os adiantamentos etc., em que a empresa seja parte credora). É interessante notar que o não possuir valor de liquidação não implica que o ativo também careça de valor dinâmico. Se tal fosse o caso, ele nenhum valor teria e não mereceria figurar no balanço patrimonial. Na verdade, o valor de itens assim é efetivo e decorre seja da contribuição que dão ao funcionamento da empresa (caso das bases para máquinas e equipamentos), seja dos benefícios fiscais (casos das despesas de implantação e pré-operacionais e dos prejuízos a amortizar), ou do fluxo de recebimentos que acarretam (caso dos créditos não-negociáveis).
- b) Outros itens devem existir cujo valor dinâmico supera o valor dinâmico total da empresa: $VDA \geq VD$. Vale dizer, a retirada de um deles leva à paralisação operacional da empresa, que poderá ficar então gerando apenas custos, não benefícios (daí a possibilidade de VDA ser maior do que VD). São esses, por definição, os itens essenciais. Entre eles, inclui-se cada componente do conjunto produtivo do sistema elétrico central etc. Por essa razão, seja dito de passagem, o valor dinâmico da empresa não pode ser obtido pela soma dos valores dinâmicos de cada parcela. Fazê-lo implicaria em múltipla contagem já que o valor de cada item essencial, tal como conceituado acima, equivaleria, pelo menos, ao da empresa. O caminho é o inverso ao adotado para determinar o valor patrimonial, ao qual se chega pela soma das partes.
- c) Para outros itens do QUADRO 1, o valor patrimonial supera o valor dinâmico: $VEA > VDA$. Ou, o que dá no mesmo, estes itens têm o valor atual positivo: $VA(A)^+$. São eles, numa definição ampla, os itens

não-operacionais. Em primeira abordagem, o rótulo iria restringir-se àqueles cujo valor dinâmico é nulo ou negativo (caso dos terrenos e imóveis desocupados, que, além de nada renderem, ainda podem acarretar despesas com manutenção, impostos etc.). A conceituação é sugestiva, mas inexata, pois, no fundo, o que importa é saber se o ativo vale mais pelos serviços que presta ou pode vir a prestar à empresa, ou pelo seu valor patrimonial. Neste sentido, cabe perfeitamente o apelido de não-operacional a um ativo que, contribuindo muito ou pouco para os benefícios da empresa, tenha, porém, um valor de revenda maior. Ou a ativos *prima facie operacionais*, mas que estejam sobredimensionados em relação às necessidades atuais, como seria o caso de estoques excedentes de insumos ou de produtos finais, de máquinas, equipamentos ou veículos ociosos etc.

À luz dessas observações, pode-se justificar a preferência pelo modo escolhido para calcular o valor dinâmico de um item. Por ele, já foi visto, o valor dinâmico pelo menos se iguala ao da empresa. Se, pelo contrário, este valor fosse calculado, fazendo-se abstração de todos os demais, o de cada um dos essenciais talvez até aparecesse como nulo, o que soaria incongruente. Com efeito, se, como costuma acontecer entre os essenciais há um subconjunto de bens que dependem uns dos outros para funcionar, um deles isolado nenhum benefício produziria.

Como, para os itens não-operacionais, o valor estático é preponderante, deve o avaliador imaginar que eles serão liquidados, quer prevaleça para a empresa como um todo o valor estático, quer o dinâmico. O ganho total com a operação traduz-se no somatório da coluna da direita.

Neste caso, pode-se estabelecer, para a empresa como um todo, a partir de seu valor básico (VD^0), a seguinte fórmula, em duas componentes, para o que se pode chamar de valor dinâmico real:

$$VD^1 = VD^0 + \sum VA(A^i)^+$$

Importa essa fórmula em determinar para a empresa, a partir do valor dinâmico básico, um novo, acrescentando-lhe o valor atual dos bens não-operacionais. Em termos práticos, o procedimento é o seguinte:

- a) abatem-se do fluxo de caixa básico os benefícios especificamente atribuíveis aos ativos não-operacionais e calcula-se sobre esta nova base o valor dinâmico da empresa;

- b) adiciona-se ao valor dinâmico assim obtido o valor estático dos ativos não-operacionais. Este novo valor "misto" é que deve ser comparado com o valor estático total da empresa, para a fixação do preço mínimo.

Fica, então, claro que os ativos em análise representam, em potencial, uma componente extra do valor da empresa. O preço mínimo começará a sofrer a influência deles (começará a ser acrescido do valor deles), na medida em que se cumprir a condição:

$$VE - VD^0 < \Sigma VA(A^i)^+;$$

e essa influência será plena se:

$$VE - VD^0 < 0$$

A mesma distinção poderia ser feita sobre os itens do passivo. Por que não fazê-lo, de pronto? Porque, aqui, aparece uma diferença: as liquidações de ativos sempre são financeiramente possíveis, visto que geram recursos; já as pré-liquidações de passivos, nem sempre, pois, ao contrário, elas absorvem recursos. Donde a necessidade de, antes do mais, verificar a efetiva disponibilidade de recursos. O assunto será retomado no item 3.2.

2.3. CONSIDERAÇÕES SOBRE A NOÇÃO DE VALOR PATRIMONIAL

Passando, agora, aos comentários sobre a noção de valor patrimonial, o primeiro diz respeito a sua assimilação, acima feita, ao conceito de preço de revenda. "Preço de revenda" é algo que pressupõe um mercado regular: um local onde se processa um grande número de transações, num curto espaço de tempo. Quer dizer, mais do que uma estimativa sensata de quanto se pensa valer o bem, é o preço de revenda uma indicação fria da soma que, de acordo com a experiência, uma vez pedida, costuma atrair rapidamente compradores para o bem, dentro da área geográfica considerada. E é desta informação que o vendedor precisa. Em semelhantes condições, a rigor, a determinação do preço de revenda deveria fazer-se, não por estimativa, mas por pura e simples constatação: tratar-se-ia de ir ao mercado e verificar, nos boletins de cotação, qual o preço praticado: "quanto vale um caminhão marca X, modelo Y, ano 1987, em bom estado de conservação?". Na prática, um elemento de cálculo costuma remanescer, na medida em que os bens cotados não sejam absolutamente homogêneos (caso, por exemplo, de terrenos). Aí, se tem de estimar o preço do bem que se deseja vender à base do preço de bens semelhantes, de sorte que algum tipo de ajuste precisa ser introduzido.

Mas surge um problema: exceto para os bens de grande versatilidade, como veículos, equipamentos de informática etc., dificilmente haverá para cada bem um mercado local, no sentido acima. Noutras palavras, as transações locais devem ser demasiado raras para que se possa falar em preço de revenda, tal como acabado de definir. Como solucionar o problema? Uma primeira idéia é estender a área geográfica, buscando um referencial no mercado regional, nacional ou mesmo internacional, no caso de itens de grande valor. Para áreas mais amplas, às vezes os periódicos especializados dão indicações de preços para alguns itens, sobretudo os mais sofisticados (máquinas e equipamentos pesados, por exemplo). À medida, porém, que se amplia a área de mercado, é-se obrigado a aplicar um redutor às cotações, porque, válidas sobretudo para os lugares onde maior é o número de transações, os custos de acesso a estes lugares vão subir com o aumento da distância até eles.

Para muitos bens, os processos descritos revelam-se inoperantes. E há situações outras em que eles se tornam impraticáveis, devido à limitação de recursos. Por uma e por outra razão, generalizou-se o uso de um método alternativo, mais cômodo, para estimar o valor patrimonial: o do "valor de novo menos deságio pelo desgaste", válido para os bens produzidos. Unidades usadas de bens assim podem considerar-se substitutos inferiores das unidades novas. Então, se há mercado para unidades novas (se as fábricas do produto estão funcionando), também haverá para bens usados. É suficiente que um certo deságio seja oferecido aos compradores. Deságio que depende da estimativa da vida útil residual e outros fatores correlatos. O preço do bem usado tem, pois, uma espécie de assíntota superior no preço da unidade nova.

Não se deve, todavia, esquecer o elemento de subjetividade inerente a este tipo de estimativas. Com elas, sim, não pode o avaliador aspirar a ter mais do que "estimativas sensatas". Falta, aqui, aquele elemento de certeza objetiva a que eu me referi acima, ao conceituar preço de revenda, quanto à questão básica do aparecimento de compradores.

O recém-comentado aplica-se aos ativos. E que se pode dizer do passivo? Aí, valor dinâmico de um item seria o mesmo que o valor atual do correspondente serviço da dívida. O valor estático bruto admitiria uma de duas expressões:

- a) o total a pagar pela liquidação antecipada, consoante estipulado contratualmente (aplicável aos débitos não-negociáveis no mercado, como os decorrentes de contratos de mútuo, de adiantamentos recebidos etc.); ou

- b) o valor de recompra dos débitos no mercado, aplicável aos débitos negociáveis, como *algumas debêntures*.

Em ambos os casos, para do valor estático bruto transitar até o líquido, eventualmente há que contabilizar como benefício do pré-pagamento as "economias externas" que decorram da redução do endividamento, sob a forma de redução da taxa de juros passiva. A respeito disso o item 3.2 dirá alguma coisa. Mas seja notado, desde já, que o cálculo dessas economias envolve considerações dinâmicas, o que, pela segunda vez mostra o quê de complementaridade que há, aqui, entre as idéias de "estático" e "dinâmico".

Segundo comentário: para determinar o valor patrimonial da empresa, devem ser considerados todos os grupos do ativo e do passivo real. A afirmação é menos acácia do que parece: freqüentes vezes, encontra-se quem acredite que o ativo circulante deve ser excluído do valor patrimonial. É o que cabe concluir da prática bastante disseminada de só se fazer avaliação patrimonial do ativo fixo e do passivo real. Não há nenhuma razão para isso. Os itens do ativo circulante são bens econômicos como outros quaisquer e costumam até gozar de maior liquidez que os do ativo fixo. Devem ser incluídos e não pelo custo histórico, mas pelo valor de mercado.

Terceiro comentário: tanto do lado do ativo quanto do passivo, comparecem como redutores os custos de liquidação, quer dizer:

- a) as despesas relacionadas diretamente com a venda dos ativos (gastos administrativos e de publicidade necessários à venda, impostos a pagar sobre faturamento ou sobre lucro obtido com a operação, calculável este último pela diferença entre o *book value* e o preço de venda). Conforme o valor do bem apareça ou não diminuído dessas despesas, pode-se falar em valor estático líquido ou valor estático bruto;
- b) as despesas com a iniciativa da liquidação antecipada dos débitos e dos contratos que a empresa possui (despesas de liquidação propriamente ditas, multas rescisórias etc.). É o que se pode chamar também de passivo contingente, não registrado na contabilidade de uma empresa em marcha, mas oficialmente presente no seu balanço de encerramento. Uma importante conta, aí dentro, são as indenizações rescisórias de contratos de trabalho.

Mas assim como há um passivo contingente, há também um ativo contingente, representado pelo prestígio de que gozam no mercado as marcas da empresa. Como atribuir a elas um valor patrimonial? A pergunta é interessante porque a determinação desse valor fatalmente envolve considerações dinâmicas, e isso mostra, de novo, que a relação entre estático e dinâmico não tem, aqui, o antagonismo que aparenta. A isso eu ainda voltarei.

Quarto comentário: como já sustentado, o valor patrimonial dos bens do ativo deve ser entendido como um valor de mercado. Há, aí, duas opções a considerar: o preço atual e o preço normal. Um dá o valor pelo qual o bem pode ser vendido, sem maiores delongas, na época da avaliação; outro, um valor médio que ele tem alcançado, em condições normais de mercado. É óbvio que existe a possibilidade de diferença quantitativa entre eles: em certas ocasiões, o mercado acha-se eufórico (acima de sua cota normal) e em outras, pelo contrário, submerge na depressão. Tradicionalmente, as avaliações misturam os dois critérios, buscando o preço atual, mas elegendo o preço normal como piso. É um bom expediente, mas o assunto merece um pouco mais de análise.

Suponha-se que o preço de revenda esteja abaixo do normal. Neste caso, com o adiantamento da venda, o empresário ganha a taxa de valorização e, ainda, a taxa de benefícios operacionais que o bem renderá até a data prevista para a venda. E perde a taxa de rendimento à qual empregará o valor que arrecade com a venda já. Assim sendo, o adiantamento (vale dizer, o uso do preço normal) só se justificará se os ganhos suplantarem a perda. Ou seja, se:

$$\text{taxa valorização} + \text{taxa benef.operacionais até venda} > \text{taxa referencial}$$

A taxa de valorização esperada depende, basicamente, de duas variáveis: a relação entre o preço atual e preço normal, e o tempo esperado para a recuperação. Se os preços de revenda atuais estiverem muito deprimidos ou se houver uma expectativa de rápida recuperação dos preços, a taxa esperada subirá. É evidente que o tempo para a recuperação não pode ser estimado com maior segurança, daí que, em geral, este tipo de exercício tenha bastante de subjetivo.

E se o bem estiver rendendo benefícios operacionais negativos? Aí, é pensável a idéia de sua imediata desativação; e, na inequação acima, em lugar dos benefícios operacionais, devem-se introduzir os custos de desativação. Todavia, para que isso se torne uma opção prática, é preciso, primeiro que os custos de desativar caiam abaixo dos *deficits* operacionais; segundo que haja condições financeiras de arcar com os custos de desativar.

É evidente que esta análise também se aplica ao conjunto dos bens.

3. OTIMIZAÇÃO E VALOR VIRTUAL

3.1. INVESTIMENTOS DE OTIMIZAÇÃO

Feitos os ajustes de otimização sobre os ativos atuais da empresa, a segunda etapa diz respeito às otimizações realizáveis mediante novos investimentos e financiamentos. Início por notar que o ativo e o passivo de uma empresa sujeitam-se a uma dinâmica, vão necessariamente evoluir, ao longo do horizonte de projeções, por uma dentre várias trilhas possíveis. O avaliador não tem, então, como fugir à escolha de uma delas. Mas a escolha não pode ser feita gratuitamente, e sim, sobre a base daquilo que é razoável. Ou seja, é preciso estudar, à luz da realidade da empresa e do mercado financeiro, o que de melhor poderá fazer o empresário, tanto do lado do ativo quanto do passivo, caso não venha a vendê-la.

Em termos genéricos, ele poderá fazer muita coisa: realizar novos investimentos, obter novos financiamentos, alterar a composição do ativo e do passivo, em suma, fazer mudanças tanto na face produtiva quanto na face financeira da empresa. Isto tudo, é óbvio, condicionado sempre a um só objetivo: valorizar a empresa, quer dizer, incrementar o valor atual de seus benefícios líquidos. Empreendendo essa tarefa, o avaliador deve, porém, respeitar uma baliza óbvia: desconsiderar os investimentos que importem em grandes mudanças na linha ou na capacidade de produção. Só são contempláveis os investimentos de otimização: aqueles que já estejam, por assim dizer, implícitos nela, tal como ela se encontra, no momento da avaliação, investimentos que "precisem" da base representada pela empresa atual para serem rentáveis.

Aqueles outros que distem muito dessa empresa atual, por definição, são independentes dela, podem ser implementados sem que seja necessário possuí-la. Assim, não é legítimo ao avaliador ou ao vendedor considerar que eles "valorizem" a empresa. O mercado certamente não o considera, e um vendedor que insista em embuti-los em sua empresa outra coisa não estará revelando senão desinteresse em desfazer-se dela. Neste ponto, então, a avaliação terá de ser conservadora para ser realista.

Entre os investimentos de otimização, merecem destaque os que visam à eliminação de gargalos e a um conseqüente melhor aproveitamento da capacidade instalada; e os de racionalização, que buscam economias de custos. Com relação à primeira categoria, é bom lembrar o fato (óbvio, aliás) de que

os benefícios trazidos pelo "desengargalamento" são indiretos: diretamente, eles nascem é dos aumentos de receita que a empresa vier a ter com a ajuda deles. E o desengargalamento funciona, aí, como uma condição necessária, mas não suficiente. A outra condição está na presença de uma demanda em excesso da atual capacidade instalada. Só a partir deste ponto, torna-se lícito atribuir os benefícios adicionais ao projeto. Na outra categoria, enquadram-se os projetos de "enxugamento" de pessoal, de desativação de setores antieconômicos etc. Trata-se de autênticos investimentos, visto que implicam num custo inicial, do qual resultam benefícios líquidos para a empresa. Ambas essas coisas (custos e benefícios) devem, é claro, ser estimadas pelo avaliador.

3.2. OTIMIZAÇÃO DO FINANCIAMENTO

Com relação aos financiamentos, eles variam em termos de custo e de renovabilidade. Podem ser chamados de financiamentos não-automáticos os contraídos por via de empréstimos; e de financiamentos automáticos aqueles que se ligam à própria dinâmica de funcionamento do negócio, e, como tais, tendem a renovar-se automaticamente. São basicamente os débitos comerciais, fiscais e previdenciários, resultantes dos prazos de pagamento concedidos à empresa. Uma categoria a acrescentar é a dos descontos bancários, dentro da sistemática do limite rotativo. Trata-se de categoria intermediária, que tanto tem de uma espécie quanto da outra.

Em princípio, seria cabível adotar, nas projeções, o pressuposto de que os saldos dos financiamentos automáticos variarão em função dos fatores que os determinam (faturamento, folha de pagamento, custo de produção etc.), enquanto o dos débitos não-automáticos irá sendo amortizado à medida que, de acordo com os contratos, forem sendo quitados os financiamentos atuais. E é assim que, na prática, se costuma proceder. Mas, como já dado a entender no final da subseção 2.3, uma análise mais fina terá necessariamente de ir além, e, antes de chegar a conclusões, considerar alguns pontos: do lado da oferta, o custo dos financiamentos e as chances de renovação dos financiamentos não-automáticos; e, do da demanda, o grau de endividamento da empresa.

Com efeito, a empresa pode achar-se sobreendividada, o que significa pelo menos uma das duas:

- a) em virtude do risco específico que o mercado lhe atribui, ela está sendo obrigada a pagar uma sobretaxa, a título de prêmio de risco; ou, hipótese mais séria,

- b) ela não está conseguindo pagar com recursos próprios os juros devidos, o que implica que seu processo de endividamento assumiu o caráter de "bola de neve".

Neste caso, a valorização passa por uma redução do endividamento até um nível que o avaliador considere normal, e é o que ele deverá projetar. Conforme dito na subseção 2.3, os benefícios daí advindos são de duas ordens: cancelamento do serviço da dívida e economia com a menor taxa de juros. Dada a hipótese a, os recursos imagináveis como substitutos para o endividamento são, fundamentalmente, os benefícios gerados pela empresa (aí incluídos os que resultem da liquidação de ativos não-operacionais). Vale dizer, numa situação assim, deve o avaliador supor que o ritmo de desendividamento possa elevar-se até o da geração global de benefícios. Vigorando a hipótese b, a redução da dívida certamente requererá o aporte de dinheiro novo do empresário, algo cuja viabilidade terá de ser investigada.

Outra hipótese é haver na carteira da empresa financiamentos caros, o que quer dizer pelo menos uma das duas:

- a) o valor atual de seu cronograma de pagamento, se calculado pela taxa de desconto em uso na avaliação (que, mais abaixo, eu chamarei de taxa referencial), é menor do que o valor a desembolsar por sua pré-amortização;
- b) há chances de substituí-los por outros mais baratos.

Ocorrendo uma dessas hipóteses, a idéia de valorizar a empresa aconselha supor, se for viável, que os empréstimos em apreço serão liquidados ou substituídos por outros mais baratos.

Se os financiamentos não-automáticos oferecem condições favoráveis e sua obtenção não se sujeita a restrições inatendíveis pela empresa, cabe admitir que eles serão renovados; se, pelo contrário, as restrições são fortes (por exemplo, se sua obtenção está condicionada à realização de investimentos, como acontece com os recursos da Finame, que só são acionáveis para a compra de novas máquinas e equipamentos), aí, o avaliador não terá tanta liberdade em determinar sua trajetória. Ela tende a se converter em variável dependente, função do comportamento de outra variável (como, no exemplo, os recursos da Finame, que o avaliador pode, em certos casos, admitir venham a ser absorvidos à medida que a empresa faça seus investimentos de

inclusão: eles constituem como que premissas para as projeções "normais" de produção e receita, ou melhor, condições legitimadoras destas projeções. Dentro dessa acepção mais ampla, há quatro espécies principais de investimentos compulsórios:

- a) investimentos de recuperação, que se destinam a recolocar máquinas, equipamentos e instalações deteriorados em situação produtiva;
- b) investimentos de reposição, consequência lógica do fato de que as máquinas, equipamentos e instalações têm vida útil limitada;
- c) investimentos de reforço de capital de giro, tipo especial de "desengargalamento", que visa a suprir deficiências atuais de capital de giro, de modo a garantir que a empresa atinja as metas de produção e vendas;
- d) "investimentos legais", os que objetivam atender exigências legais, em matéria de conservação ambiental, segurança civil ou de trabalho, controle sanitário etc.

Da mesma maneira, há também os passivos de liquidação forçada, como os débitos em atraso e as contingências passivas (inclusive os passivos ocultos, como as ações judiciais ou administrativas contra a empresa, com poucas probabilidades de êxito para esta, mas não-provisionadas). Aí, não há outro jeito senão prever sua liquidação. Sendo o parcelamento deles possível e financeiramente interessante, é o caso de incorporá-lo às projeções, exatamente nas condições vigentes. Do contrário, só resta a hipótese da quitação imediata. A propósito, fiz menção à provável alta rentabilidade dos três primeiros tipos de investimentos recém-citados. Devo, agora, assinalar que, se, desde o ângulo contábil, os investimentos legais e as quitações compulsórias parecem desvantajosos, sob uma ótica financeira rigorosa, há sentido em falar numa rentabilidade para eles. De fato, na medida em que da sua realização dependa a continuidade operacional da empresa, o mesmo que foi proposto para os itens essenciais aplica-se aqui: a estes investimentos cabe atribuir a totalidade dos benefícios que, nas condições atuais, a empresa está a auferir. Eles também são essenciais.

4. EXPRESSÕES GERAIS PARA OS VALORES ESTÁTICO E DINÂMICO

4.1. OTIMIZAÇÃO E INVESTIMENTOS FACTÍVEIS

Obtido o valor dinâmico real e identificadas, do lado do ativo e do passivo, as ações otimizadoras e as compulsórias, torna-se necessário, num terceiro

instante, separá-las em dois subconjuntos: o das ações factíveis e o das não-factíveis. Como e por que fazê-lo, eis duas questões que têm de ser respondidas.

Como fazer? Evidentemente, o conjunto factível é dado por aquelas opções que permitam tirar o melhor partido da disponibilidade de recursos financeiros. Dito de outro modo, é o conjunto que leva à maximização do valor atual total, obedecida a restrição financeira. Então, faz-se a separação, resolvendo um problema que, na sua versão mais simples, tem o seguinte formato:

$$\text{determinar } VD^2 = \max \sum x_i \cdot VA(A^i),$$

$$\text{dada a restrição : } \sum x_i \cdot IAF^i \leq K,$$

$$\text{onde } x_i = \begin{cases} 0 \\ 1 \end{cases}$$

$VA(A^i)$ = valor atual, tal como definido na tabela 1, do investimento i tratado como um bem composto:

IAF^i = custo do investimento i ;

K = disponibilidade de recursos financeiros.

Observe, a propósito desta formulação, o seguinte:

- a) o problema tem o feitiço clássico de um problema de programação linear inteira, e aliás, como tal pode ser enfrentado, se se tornar numericamente complexo, ou seja, se o número de opções crescer muito⁽⁷⁾,
- b) entre os investimentos de otimização, devem ser incluídas as pré-liquidações de débitos, e entre os recursos disponíveis, o valor de liquidação dos ativos não-operacionais;
- c) é conveniente excluir da função-objetivo as ações compulsórias (mais precisamente, os investimentos legais e as quitações forçadas) e deduzir da restrição orçamentária os custos delas. A razão da exclusão está em que, consoante explicado, quando da análise do conceito de investimentos compulsórios, a cada um deles de per si impõe-se atribuir o universo dos benefícios que a empresa vier a gerar. Daí que seus valores atuais não possam ser somados, sob pena de múltipla contagem. Quanto a dos recursos disponíveis abater os custos, isso se deve,

é lógico, à compulsoriedade. Mas e se, uma vez abatidos os custos, a disponibilidade orçamentária tornar-se negativa? Aí, a rigor, o valor dinâmico da empresa será nulo e ela, quase certamente, deverá ser avaliada pelo seu valor estático. Mas, antes de chegar a tal conclusão, deve o avaliador verificar se a empresa não pode "gerar recursos", internamente, com a liquidação de ativos menos rentáveis. Numa situação assim, todos os ativos se tornam, em princípio, desmobilizáveis, mesmo que não se enquadrem na definição de não-operacionais;

- d) foi, implicitamente, introduzida no problema uma simplificação, a de imaginar que todos os investimentos devam ser feitos de uma só vez, no ano inicial das projeções. Na prática, eles poderão escalonar-se num programa de investimentos (de dois ou três anos, por exemplo), que terá em conta não só a disponibilidade de recursos, mas também a própria oportunidade dos investimentos. Não há sentido, por exemplo, em fazer, de imediato, investimentos de desengargalamento, se há capacidade ociosa. Esta hipótese mais larga fica, porém, mais difícil de tratar, matematicamente. Com ela recai-se num problema chamado de programação dinâmica, para o qual ainda não há algoritmos eficazes⁽⁴⁾. Assim, a simplificação termina se convertendo num expediente prático;
- e) na hipótese de um programa de investimentos, entre as fontes de recursos, cabe incluir também a reinversão dos benefícios anuais da empresa.

E por que fazer a distinção? Porque o valor atual dos investimentos factíveis é algo bem mais palpável para o empresário: por definição, este terá efetivas condições de auferi-lo como benefício líquido, caso retenha sua empresa, o que não acontece com a outra categoria. Em consequência, a rejeição de uma proposta que não cubra o valor atual dos primeiros tem sólido fundamento econômico. O contrário ocorreria com a de uma outra que cubra esse valor atual, mas, apenas no parecer do empresário, não o indenize satisfatoriamente pelos investimentos não-factíveis.

No valor dinâmico, distinguem-se, portanto, duas componentes: uma real (VD¹), correspondente à empresa tal como se encontra, apenas, se se quiser, reforçada pelos investimentos legais e pelas quitações compulsórias; e outra virtual (VD²), relativa aos investimentos de otimização factíveis. Resta, agora, saber que fração de cada uma o empresário-vendedor querará, mini-

mamente, receber. Talvez a atitude modal, a respeito, possa encerrar-se nesta fórmula: o empresário julgar-se-á no direito de pedir 100% do valor real (VD^1) e φ ($\leq 100\%$) do valor virtual factível (VD^2). O porquê de VD^2 só ser reclamável parcialmente é assunto adiante examinado.

4.2. INFLUÊNCIA DOS INVESTIMENTOS NÃO-FACTÍVEIS

Mas e os investimentos não-factíveis? Serão eles incapazes de valorizar a empresa? Para enfrentar a pergunta, imagine-se o caso um tanto bizarro do proprietário de uma riquíssima mina de diamantes, que não disponha, porém, dos recursos necessários para colocá-la em operação. O valor da mina para ele será, então, qualquer coisa próxima de zero? Ninguém concordaria que sim. Todos sentem que, mesmo não podendo realizar o potencial de benefícios encerrado na mina, o empresário tem em mãos algo muito valioso, e do qual não deverá desfazer-se, a não ser por uma pequena fortuna. E quem procurar estimar, aí, um mínimo para o empresário muito provavelmente adotará como base o valor atual (VD^3) do projeto de aparelhamento, que, por hipótese, é não-factível. O valor mínimo será, então, uma fração φ^* de VD^3 .

Mas isso, no fundo, é apenas uma forma de reconhecer que a mina tem um valor de liquidação, que ela é valiosa, independentemente de o empresário dispor ou não dos demais ativos necessários a sua exploração. E, na ausência de cotações de mercado, o raciocínio recém-exposto funciona como forma supletiva de estimação do valor estático do bem, tal como está, isto é, antes dos investimentos que irão aproveitá-lo. Ela é particularmente útil para os bens não-produzidos, como a jazida, já que a eles não se aplica a regra do "valor de novo menos deságio".

Abrindo um parêntese, é bom chamar a atenção para um novo ângulo da relação entre "estático" e "dinâmico". É pacífico que, se o bem tem mercado regular, seu valor estático deve ser buscado nas cotações de mercado. O que o exemplo sugere, e corretamente, é que, para bens não-produzidos, o mercado tende a determinar estas cotações através de um cálculo dinâmico, do mesmo tipo do que se supôs faça o dono da jazida de diamantes. E, aliás, esta forma de estimativa requer que todos os investimentos "de aparelhamento" sejam incluídos, tanto os não-factíveis, quanto os factíveis, se houver.

Fechando o parêntese: diversa é a situação de outros projetos, como os de desengargalamento, se estiverem na condição de não-factíveis. A oportunidade, aí, nasce, pura e simplesmente, do fato de estarem em presença um do outro dois equipamentos, A e B (ou mais de dois), nas seguintes condições:

- a) A é "cliente" de B, isto é, processa materiais produzidos por B;
- b) a "demanda" de A é maior do que a "oferta" de B;
- c) a expansão da capacidade de B é realizável facilmente e a baixo custo.

Afastado um do outro, esvai-se a oportunidade do investimento. Assim, o desengargalamento em perspectiva só terá valor para quem detiver todo o conjunto (A+B). Neste caso, é lícito ou não agregar uma fração φ^* do valor atual dos investimentos não-factíveis ao valor estático dos itens sobre os quais eles repousam (no exemplo, os equipamentos A e B)? A possível resposta é que o valor estático dos itens A e B só será afetado, caso o vendedor tome a decisão de só vendê-los em conjunto, jamais separadamente. Se esta decisão é cabível ou apenas servirá para dificultar a venda, é algo que terá de ser analisado à luz das circunstâncias concretas. E, em todo caso, para que o investimento não-factível seja explicitamente considerado, continua sendo condição necessária que inexista mercado regular para os itens A e B.

4.3. EXPRESSÕES GERAIS PARA OS VALORES ESTÁTICO E DINÂMICO

Estes comentários permitem propor uma nova expressão, mais geral, para o valor dinâmico da empresa, na qual, ao lado da componente real, figure também a componente virtual (indicada pelo subíndice "2") devidamente afetada pelo coeficiente φ . Simbolicamente, o valor dinâmico (VD) pode representar-se assim:

$$VD = VD^1 + \varphi VD^2.$$

A propósito, não haveria alguma situação que justificasse distinguir também no valor estático uma componente virtual? Pense-se, por exemplo, numa máquina usada e ociosa, no instante da avaliação, para a qual haja um mercado regular de segunda mão e que, mediante uma reforma, possa ser revendida por um preço bem superior ao que alcançaria, hoje. Há, aí, dois preços: o pré-recuperação (VEA^1) e o pós-recuperação (VEA^2), ambos definíveis por cotação de mercado. Usando a terminologia empregada para o valor dinâmico, o primeiro poderia ser chamado de preço real; a diferença entre o segundo e o primeiro caberia, então, o título de componente virtual. Os custos (IAF) com a recuperação de semelhantes equipamentos configuram um novo tipo de investimento cogitável numa empresa à venda; e o

valor virtual, um novo benefício. Em função disso, também o valor estático do bem pode ser expresso por uma fórmula em duas componentes, uma para o valor real e outra para o virtual. A fórmula é a seguinte:

$$VEA = VEA^1 + (VEA^2 - VEA^1 - IAF).$$

Generalizada para o conjunto dos bens, direitos e obrigações da empresa, ela se transforma nesta outra:

$$VE = VE^1 + (VE^2 - VE^1 - IAF).$$

Contudo, neste caso específico, para que seja lícito incluir a parte virtual, é forçoso que o empresário tenha decidido realizar a recuperação antes da venda. Não é isso, aparentemente, o inverso do tratamento dado à jazida de diamantes? Não aparece ela já valorizada pelo investimento, antes de este ser feito? A explicação é a seguinte: se o bem tem mercado regular, vale o cálculo do mercado. E, nesse cálculo, o mercado já embute a parcela de valor que decorre da possibilidade da recuperação, logo não vale inclui-la de novo. Noutros termos, o cálculo para a jazida só cabe porque o mercado não o faz. Já a cotação da máquina reformada é mais alta porque ela inclui o investimento com a reforma, da mesma maneira que uma jazida já pronta para operar vale mais que em estado bruto, por incluir os investimentos complementares. Aqui, ao contrário do que acontece com os investimentos que aumentam o valor dinâmico, não há como colher os benefícios de um investimento sem fazê-lo antes.

Voltando à antepenúltima equação: o coeficiente φ - ou, talvez melhor, o vetor (φ, φ^*) - dá uma indicação numérica da propensão a vender do empresário. Quanto menos for seu valor, maior será esta propensão. O avaliador deverá buscar o valor numérico para ela diretamente junto ao vendedor.

A propósito, é preciso haver a consciência de que uma avaliação constitui, apenas, o primeiro passo para a concretização de uma venda: a base para a formulação do preço a pedir. Sobre ela, e através, justamente de φ (ou dos dois coeficientes), atuam outros fatores. Há, de um lado, os subjetivos, ligados ao apego que o empresário tem à empresa. De outro lado, sabe o empresário, o mercado crê que, ao não se dispor a fazer as otimizações que se oferecem à empresa, o vendedor tem de aceitar incorrer numa certa "multa", que consiste, exatamente, em ceder ao comprador um pedaço razoável da "mais-valia". Pareceria excesso de ganância querer ficar com todo o exceden-

te dos futuros investimentos e financiamentos de otimização. Seria como pretender colher, desde logo, o que se deixará a outros o cuidado de plantar... O desconto funciona, ao mesmo tempo, como um chamariz, como se fosse "luvas" a receber pela compra e pelos problemas que a gestão da empresa traz consigo. São esses elementos que influenciam a propensão a vender. De um modo geral, se o empresário toma a iniciativa de vender, cabe esperar que sua propensão seja mais alta. Se apenas está reagindo a uma proposta de compra, ela será menor.

Duas observações para encerrar esta seção. A primeira é que as mesmas considerações que permitiram caracterizar o problema da avaliação como de programação matemática também deixam claro que as armas matemáticas não bastam. Para chegar até a avaliação, é necessário partir de um extenso levantamento da empresa: seu ativo, seu passivo, sua organização interna, seus custos e despesas, sua situação de mercado etc. Antes que exaustivo, este levantamento deve ser dirigido, ou seja, deve buscar exatamente aqueles dados que a análise teórica revela serem importantes para o avaliador. Mas isto só não resolve: as indicações teóricas são gerais e não devem necessariamente ser todas aplicadas em todos os casos. O preciosismo, aí, pode criar um problema prático para o avaliador, qual seja, o de deixá-lo com idéias demais para aplicar ou com hipóteses demais para explorar. Sua experiência e sua argúcia precisam, então, intervir para afastar *in limine* uma série delas e, assim, reduzir o problema a dimensões analiticamente manuseáveis. No fundo, uma boa avaliação, mais do que tarefa de puro quantificar, é uma obra de imaginação e de *finesse* intelectual.

Enfim, nunca faz mal lembrar que as avaliações dentro do figurino aqui proposto servem ao vendedor, não ao comprador. Como recordado na Introdução, eles buscam determinar grandezas distintas: preço mínimo e preço máximo. Além disso, acrescento agora, nada obriga a que as variáveis que entram na elaboração das projeções de um e de outro coincidam. Para ficar em dois exemplos, parte dos benefícios que um potencial comprador enxerga numa empresa, pode estar num maior grau de controle que a aquisição lhe dará, seja sobre o mercado final, seja sobre o de matérias-primas; ou na possibilidade de, com a aquisição, o empresário promover uma melhor distribuição espacial de atividades do seu grupo, reduzindo custos de suprimento ou de comercialização. Essas são coisas que, obviamente, não constam dos cálculos de quem vende. Além do mais, conforme será visto a seguir, as taxas de desconto não são necessariamente as mesmas. E assim por diante.

5. TAXA DE DESCONTO A UTILIZAR

5.1. ABORDAGEM GERAL

Nas seções anteriores, cumpri a promessa feita na Introdução, de permanecer fiel à perspectiva do empresário-vendedor. Isto foi crucial para uma correta abordagem analítica. Nesta seção, algumas diretrizes gerais serão brevemente oferecidas sobre como descobrir a taxa de desconto a utilizar, e, aqui, a firme adesão ao referencial escolhido é, quiçá, ainda mais importante. O terreno esconde algumas esparrelas teóricas, e nelas freqüentemente tem caído o avaliador incauto. O erro mais comum consiste, exatamente, na "troca de referencial", ou seja, em analisar o assunto para o vendedor, a partir, porém, de uma visão de comprador, muitas vezes de um comprador altamente improvável.

Para situar corretamente o problema, é preciso começar por definir com rigor a noção de taxa de desconto, ou, como preferirei, aqui, taxa referencial(r). O primeiro ponto a sublinhar a seu respeito é que se trata de uma taxa ativa ao alcance do interessado, quer dizer, uma taxa que ele (comprador ou vendedor) tem condições de auferir, não de pagar. Aí está a nota mais fundamental das que compõem o conceito de taxa referencial. E, por consequência - não faz mal insistir - também a mais universal: a taxa escolhida para funcionar como referencial será sempre ativa, quer se esteja a cuidar de projetos de investimentos (como é a compra de uma empresa) quer de projetos de financiamento (como é a venda de uma empresa). Sem entrar em maiores explicações sobre assunto⁽⁷⁾, basta atentar para o fundamento lógico desta característica: se o projeto é de investimento, o investidor precisa ter, na taxa referencial, um padrão de benefícios para comparar com a taxa de benefícios que o projeto lhe dará. Maior esta do que aquela, o projeto é indiscutivelmente ruim. Se o projeto é de financiamento, o tomador saberá pelo confronto entre a taxa que ele pagará pelo financiamento e a taxa referencial (que ele poderá ganhar, aplicando os recursos recebidos), se o financiamento é ou não caro. Em ambos os casos, o referencial é uma taxa ativa.

O segundo ponto a salientar é que a taxa referencial deve ser construída de tal sorte a servir como uma espécie de "nível do mar" para as aplicações (ou investimentos) do empresário. Ou melhor, deve ela indicar o nível de benefícios "tranquilos" que o empresário pode tirar da aplicação de seus recursos: regularmente, sem muito esforço ou muito risco. Mais tecnicamente, a taxa referencial é a taxa interna de retorno da melhor aplicação, financeira ou não,

com as características de aplicação-padrão ao alcance do empresário⁽⁷⁾. Uma aplicação-padrão tem as seguintes características (semelhantes às da caderneta de poupança):

- a) pode ser realizada ou liquidada a qualquer momento;
- b) pode ser realizada em qualquer escala, com uma taxa de retorno constante;
- c) paga benefícios ao final de cada período;
- d) oferece um risco mínimo ao aplicador;

Chamando de r_j à taxa interna de retorno de uma aplicação j qualquer dessa espécie, eu posso resumir:

$$r = \max \{r_j\}.$$

Projetos econômico-financeiros, sediem-se eles na empresa ou fora dela, são analisáveis dentro do marco da empresa, isto é, podem ser avaliados à luz de um conjunto de opções-padrão que incluam as internas a ela. Internas são aquelas que produzem benefícios específicos, ou seja, benefícios a que o empresário só tem acesso pelo fato de dispor da empresa, aqui e agora. Isso permite falar numa taxa referencial interna (r^i) e numa taxa referencial externa (r^e) e redefinir assim a taxa referencial:

$$r = \max \{r^i, r^e\}.$$

Entre as aplicações-padrão internas, avulta a pré-liquidação (se possível e vantajosa, é óbvio) de eventuais financiamentos-padrão gravosos (a taxas de juros maiores do que a taxa interna de retorno do melhor investimento-padrão não-financeiro disponível). A pré-liquidação tem, formalmente, todas as características de um investimento, do mesmo modo que a venda de ativos tem em tudo a configuração de um financiamento, e como tal pode ser tratada. Daí, aliás - não faz mal advertir - que a taxa de juros que a empresa deixa de pagar, por causa da liquidação, funcione, para todos os fins práticos, como uma taxa ativa.

Isso, por sinal, enseja uma observação interessante: supondo que a empresa tenha vários contratos de financiamento gravosos, que a taxa de juros de cada um difira e que sejam necessários vários períodos para pré-liquidá-los

com recursos internos, pode-se estimar a taxa referencial, não por um ponto, mas por uma curva decrescente com o tempo. Basta imaginar, como é lógico, que serão pré-liquidados, primeiro, os financiamentos mais caros.

As operações em apreço não são o único tipo de aplicação-padrão. Outro, também de caráter financeiro, e muito comum, são as vendas a prazo. É de se admitir que, havendo demanda por esse tipo de operação, uma empresa terá condições de cobrar pelo financiamento concedido algo próximo da taxa de desconto praticada pelos bancos. Por quê? Porque esta define o custo da alternativa de financiamento de que dispõe o comprador. E, em igualdade de condições financeiras, o comprador preferirá o crédito do fornecedor, que é mais simples. O financiamento de vendas tem, porém, uma limitação "física" na sua própria rotatividade: a menos que a taxa mensal de vendas se ache em contínuo crescimento ou que os prazos de financiamento sejam progressivamente elasticados (o que é improvável), dentro em pouco o retorno dos créditos anteriores irá bastar para fazer frente aos novos financiamentos. Há também aplicações-padrão de caráter não-financeiro (investimentos em estoques de mercadorias de fácil vendagem, em rebanhos de engorda etc.)

Abrindo um parêntese: uma forma alternativa de aquilatar ações econômico-financeiras, no marco da empresa, é a que lança mão do conceito de custo médio do capital⁽⁸⁾. Trata-se de uma média ponderada do custo das diferentes fontes de financiamento, definido da seguinte maneira:

- a) para as fontes exigíveis, a taxa efetiva média dos financiamentos;
- b) para recursos de terceiros não-exigíveis, uma taxa de cômputo às vezes algo complicado, mas que gira em torno da taxa interna de retorno da empresa;
- c) para os recursos do próprio empresário, seu custo de oportunidade, vale dizer, a taxa interna de retorno da melhor alternativa perdida.

Por esse método, aceita-se todo investimento (por exemplo, a compra de uma outra empresa) que exiba valor positivo, ao ser atualizado ao custo médio do capital, e todo financiamento que reduza o custo médio (isto é, que seja mais barato do que o mais caro deles). O método equivale ao acima esboçado e é plenamente válido, sob duas condições:

- a) terem os financiamentos, no seu todo ou em grupo, aproximadamente, caráter-padrão. Isto lhes confere o interessante atributo de tornar sua taxa interna de retorno (que aí se converte em taxa de juros efetiva) um medidor econômico (aí, de custo a pagar) não-tendencioso, isto é, absolutamente consistente com o critério canônico do valor atual;
- b) a captação de novos recursos poder fazer-se obedecendo ao mesmo "mix", logo, marginalmente, ao mesmo custo.

Fechado o parêntese, observe, agora, este ponto importante: se a decisão que o empresário considera é a de vender a empresa, as opções de taxa referencial, estreitam-se pois, agora, ele deve excluir as aplicações internas. E por quê? Porque, vendendo a empresa, estas opções deixarão de estar ao seu alcance. Outra explicação talvez seja mais cabal. A que se destina o cálculo do preço mínimo? Destina-se a avaliar a quantia que o empresário deve receber para renunciar à empresa e a seus benefícios específicos. Esta quantia será aquela que, aplicada a uma taxa referencial (que, agora, só pode ser r^e), produzirá, ao término do horizonte de projeção, um montante idêntico ao que o empresário obteria, caso fosse aplicando os benefícios anuais àquela outra definida pela última equação. Em suma, para fins de avaliação de uma empresa para o vendedor, em lugar da definição mais ampla de taxa referencial, vale esta outra:

$$r = r^e$$

Para colocar da mesma maneira que acima: a decisão sobre a venda de uma empresa só pode ser corretamente analisada fora do marco da empresa. A conclusão geral é, portanto, esta: a taxa referencial a ser escolhida para uma avaliação de preço mínimo deve ser uma taxa ativa e desvinculada dos negócios próprios da empresa.

5.2. O CASO DO EMPRESÁRIO SOBREENDIVIDADO

Como fecho a esses comentários, eu gostaria de fazer uma qualificação que lembra a feita acima à noção de valor patrimonial: no que respeita à taxa referencial, há, também aqui, o nível atual e o nível normal, não necessariamente coincidentes. Devem ser adotadas, também neste caso, as recomendações feitas na subseção 2.2 para os preços de revenda? O quadro é um pouco mais complexo, pois na taxa referencial há duas componentes: uma, macroeconômica, que é função da situação da economia como um todo; e outra,

microeconômica, que depende especificamente da situação do empresário. Vale dizer, a taxa referencial pode afastar-se da normalidade ou por uma razão válida para todos, de a economia viver uma conjuntura atípica, ou por motivos particulares ao vendedor, por exemplo, pelo fato de ele (não necessariamente a empresa à venda) se achar sobreendividado, no sentido referido na subseção 3.2. No meu entender, afastamentos do primeiro tipo devem receber o devido desconto, por serem temporários, certamente bem mais curtos do que o horizonte das projeções que estão sendo atualizadas. Trabalhando, aí, com os níveis atuais, corre-se o risco de introduzir distorções talvez sérias na estimativa do preço mínimo. Há duas formas de agir corretas: uma é fazer a taxa referencial variar com o tempo, começando com o nível atual e voltando ao nível normal num intervalo que se julgar razoável; outra é utilizar uma taxa única, que será a normal "ponderada" pela atual.

No que respeita a afastamentos do segundo tipo, todavia, a recomendação muda. Se o empresário (ou mais provavelmente, seu grupo empresarial) está sobreendividado, com a venda de empresas ele pode atuar duplamente sobre o excesso de dívidas: usando os recursos arrecadados para amortizar parte delas e transferindo a terceiros a dívida das empresas vendidas. Se o valor das vendas é suficientemente elevado, haverá uma influência efetiva sobre a taxa referencial. De fato, enquanto o empresário (ou seu grupo de empresas) estiver sobreendividado, a taxa referencial muito provavelmente corresponderá à taxa de juros paga pela dívida atual, já que o melhor investimento para ele talvez consista em ir pagando essa dívida. Mas à medida que ele for fazendo isso, a dívida irá voltando ao nível normal, o que deverá ter o efeito de ir também normalizando o valor das taxas de juros. Isso implica que a taxa referencial irá baixar para, ao fim, deixar de ser dada pela taxa sobre a dívida.

Em semelhante situação, que nível deve ser escolhido: o atual ou o normal? Comumente, preconiza-se este último, sob a alegação de que o uso da taxa atual aviltará o preço mínimo. Mas a idéia é um tanto apressada. Para fixar idéias, suponha o caso extremamente simples de uma empresa pertencente a um empresário sobreendividado e com um valor patrimonial suficiente para regularizar o nível da dívida. Ela rende um benefício líquido anual de \$ 25 *ad infinitum* e tem um valor patrimonial de \$ 80. Suponha mais que a taxa referencial atual, equivalente à taxa de juros da dívida, esteja em 25% a.a., acima da normal para o empresário, que é de 20% a.a. Aqui, para descobrir qual taxa deve ser usada, o melhor é raciocinar diretamente sobre a noção de preço mínimo, tal como definida na Introdução. Aplicado ao pé da letra, preço mínimo é a quantia que, uma vez ultrapassada, torna a venda da

empresa mais vantajosa que a não-venda. O preço mínimo deve, então, ser computado de tal sorte que o empresário que, com base nele, recuse hoje uma oferta de compra, amanhã não tenha motivos de se arrepender.

À luz desse raciocínio, e admitindo que, no caso de não-venda, as perspectivas sejam de a taxa de juros passiva continuar por muito tempo no mesmo patamar atual (a taxa poderá alternativamente tender a baixar ou a subir, conforme for a relação entre a capacidade de pagamento do empresário e seu serviço da dívida), torna-se lícito dizer que, embora acima da normal, ela é uma candidata razoável a taxa referencial. De fato, atualizado por ela o fluxo de caixa, chega-se a um valor para a empresa de \$ 100. A atualização pela taxa normal elevaria este valor para \$ 125. Agora, cabe indagar: andaria certo o empresário, se, baseando-se na última cifra, recusasse uma oferta intermediária (de, por exemplo, \$ 110)? Tudo indica que não. Se ele aceitasse o negócio, poderia, a partir daí, abater seu serviço da dívida em, pelo menos, \$27,5/ano, o que excede a atual geração de benefícios por parte da empresa. Com base no mesmo raciocínio, pode-se dizer com segurança que a recusa de qualquer outra oferta acima de \$ 100 (o preço mínimo determinado a partir da taxa alta) não seria inteligente.

Aliás, pode-se até provar que, em tais circunstâncias, a taxa alta, longe de exorbitante, ainda chega a ser conservadora. De fato, se estiver correto o empresário, quando pensa que a venda da empresa lhe permitirá retornar à taxa referencial normal de 20% a.a., isto significa que, realizada ela e usada a receita para saldar dívidas, a taxa de juros passiva cairá, no mínimo, para 20% a.a. Neste caso, o benefício representado pela redução do serviço de juros será maior do que acima calculado. Além de desaparecer a parcela dos juros a pagar, relativa à dívida que for amortizada, ainda cairão os juros sobre a dívida remanescente, por conta da redução da taxa. Isso torna racional considerar ofertas menores do que \$ 100, às quais corresponde implicitamente uma taxa referencial maior do que 25% a.a. À medida que, a partir de \$ 100, o preço mínimo for caindo, o efeito de amortização ir-se-á reduzindo e a taxa de juros passiva correspondente deverá ir subindo. Desta forma, o preço para o qual a venda proporcionará ao empresário uma economia de juros exatamente igual a \$ 25/ano poderá situar-se bem abaixo de \$ 100. Se ele ficar, por exemplo, em \$ 85, a taxa referencial correspondente será de, aproximadamente, 29% a.a., superior à taxa atual.

Mas o raciocínio acima não demonstra que, em última análise, está certo quem sustenta que o uso da taxa atual, mais alta, realmente avilta o preço?

Não exatamente. Uma taxa mais alta, de fato, deprime o preço mínimo, o que, aliás, justifica o comportamento típico entre as pessoas endividadas, de venderem ativos seus mais barato para saírem da dificuldade. Mas o preço não precisa cair abaixo no valor patrimonial. Suponha que a taxa referencial atual seja, não mais de 25%, mas de 1/3 a.a. Significa isso que o preço mínimo cairia para \$ 75? Não, porque, neste caso, prevaleceria o valor patrimonial e a empresa deveria ser oferecida por um mínimo de \$ 80. O valor patrimonial, ali onde seu cálculo tiver sentido prático, define um piso absoluto.

Há um cenário que combina os dois acima descritos: aquele em que o devedor em dificuldades tem peso tal dentro da economia que sua situação pode repercutir sobre a economia como um todo, forçando a alta do nível geral dos juros. Neste caso, as duas componentes da taxa referencial, a macro e a microeconômica, passarão a sofrer influência do devedor. É o caso atual de vários governos centrais, particularmente na América Latina e nos países do Leste Europeu. Para um governo desses que esteja empenhado em resolver o problema mediante um programa de privatização, qual a taxa referencial a ser adotada? A resposta, de acordo com a análise acima, é que deve ser a taxa passiva atual.

De resto, cabe observar que a questão levantada nesta subseção de nenhuma forma contradiz a tese da anterior, de que a taxa referencial para o exame da venda de empresas é, necessariamente, uma taxa externa. Tanto a taxa alta como a baixa são externas. O que a análise evidencia é que, se a prevalência da primeira decorre do sobreendividamento, deve-se optar por ela, mesmo que, no futuro, em consequência da redução da dívida, a outra venha a prevalecer. Se a causa da taxa alta é macroeconômica, aí a taxa baixa (ou normal) é que deve ser aplicada.

Dada sua ligação com o problema da privatização, o tema examinado nesta subseção tem uma importância especial. Aqui, ele apenas foi posto, de uma forma muito singela. Seu exame merece ser aprofundado.

6. OBSERVAÇÕES AO CONCEITO DE FLUXO DE CAIXA

6.1. MODO DE TRATAR ALGUMAS VARIÁVEIS NO FLUXO DE CAIXA

Comentadas as hipóteses otimizadoras e feita esta explanação sobre o conceito de taxa referencial, cabe agora esclarecer melhor a noção de fluxo

de caixa a atualizar, chamando a atenção para o modo correto de tratar algumas variáveis. O cuidado se justifica pelo fato de a expressão, apesar de consagrada, não ser talvez a ideal. De fato, tomada ao pé da letra, ela pode induzir a equívocos e fazer pensar que signifique o mesmo que as variações dos saldos de caixa projetados. Na verdade, não é bem assim: as citadas variações são o ponto de partida, mas, para determinar o que lhe interessa, o avaliador deve sobre elas proceder a certos ajustes.

A identificação desses ajustes fica imediata, se feita à luz da definição dada acima para o problema prático do avaliador. Na subseção 2.1, foi dito que ele deve medir, a) dos benefícios gerados pela empresa, b) a parte que toca ao empresário. A primeira condição, remetendo à noção de benefício, sugere que se verifique se, nas variações de caixa, não pode haver uma parcela que não seja benefício. A resposta é positiva: há o aumento do caixa mínimo (ou seja, do caixa necessário às operações da empresa), que, não podendo ser sacado, não constitui benefício, no sentido financeiro. Os benefícios são representados, em primeira análise, pelo caixa excedente. A segunda condição lembra que se trata, não de construir o fluxo de caixa da empresa, mas, sim de extrair dele o fluxo de caixa para o empresário. Ora, aceito isso, admite-se facilmente como correto que a parte do empresário deva ser medida em termos líquidos. Vale dizer, será necessário abater das variações de caixa da empresa os recursos que o empresário deverá injetar nela, seja a que título for (de empréstimo ou de aumento de capital). Aliás, é de esperar que, se em determinado ano das projeções, ocorrer a entrada de dinheiro novo do empresário, ao final dele não se registre crescimento do saldo de caixa excedente. Não há sentido em o empresário aportar recursos além do necessário à empresa.

Identificadas, assim, estas duas deduções, cabe acrescentar que, nos "benefícios gerados pela empresa", há duas componentes a distinguir:

- a) os benefícios inespecíficos, que são a parcela correspondente à taxa referencial do empresário. Dizendo melhor, calculam-se eles pelo volume de benefícios que o empresário teria, se aplicasse o valor patrimonial da empresa à taxa referencial;
- b) os benefícios específicos, que são a parcela complementar, ou seja, a diferença entre o total de benefícios líquidos e os inespecíficos. Esses benefícios é que, por assim dizer, definem a individualidade econômica da empresa. Eles criam a possibilidade de o valor dinâmico diferir

do valor estático. De fato, a diferença entre os valores dinâmico e estático equivale, exatamente, ao valor atual dos benefícios específicos.

A distinção se aplica não só à determinação do valor de uma empresa, mas também à análise de qualquer tipo de investimento. Dizer que um investimento tem valor atual nulo significa dizer que ele só rende benefícios inespecíficos. No presente contexto, inexistiria maior interesse em mencioná-la, não fosse a questão da hipótese a fazer para o destino dos benefícios líquidos (Z_j), isto é, dos incrementos de caixa excedente projetados. O mais comum é admitir que a parte distribuída equivalha a DV_j , os dividendos obrigatórios (normalmente calculados sobre o lucro do ano anterior); e o restante (Z_j^*) fique retido na empresa. Matematicamente:

$$Z_j = DV_j + Z_j^*.$$

A hipótese é mais realista do que parece, considerando-se dois fatos:

- a) a lei proíbe, na prática, que uma parcela dos benefícios seja distribuída, quando estatui para os dividendos uma base de cálculo (o lucro) mais estreita que os benefícios. Estes, além do lucro, englobam outras parcelas, como a depreciação, as amortizações de despesas pré-operacionais e de prejuízos acumulados;
- b) costuma ser elevada, sobretudo nas empresas maiores e de capital mais concentrado, a taxa de poupança dos lucros. E há razões, inclusive de ordem fiscal, a estimular que essa poupança assumira a forma de lucros retidos.

Ora, adotada esta hipótese, por uma questão de realismo e de coerência deve ser adotada também uma outra: a de que as disponibilidades excedentes (Z_j^*) sejam aplicadas à taxa referencial (que, para abreviar o discurso, tratarei, doravante, como se fosse uma taxa de juros). Isto permitirá calcular com maior dose de aproximação o montante de Imposto de Renda que a empresa deverá pagar, bem como sua liquidez. Mas como tratar os juros assim auferidos? A resposta vai depender da hipótese que se fizer a respeito da taxa referencial interna do empresário. Se se admitir (o que é corriqueiro) que ela coincide com a taxa referencial externa, a solução geralmente adotada consiste em subtrair das variações do saldo de caixa os juros ganhos. E esta é a forma mais prática de eliminar do fluxo de caixa uma operação da qual não resultam senão benefícios inespecíficos, logo operação de valor atual nulo, que não valoriza nem desvaloriza a empresa. Efetivamente, a maneira alternativa constaria dos seguintes passos:

- a) incluir os juros auferidos entre os benefícios;
- b) em compensação, incluir entre os custos as aplicações que tiverem habilitado a empresa a auferir estes juros. De fato, tais aplicações são um investimento como outro qualquer, e para descrevê-los corretamente, há que cronogramar não apenas seus benefícios, mas também seus custos.

E em que é que resulta essa trabalhadeira toda? Resulta num novo fluxo de caixa para o empresário onde os novos benefícios líquidos (Z^{**j}) se exprimem assim:

- a) em cada ano, exceto no final, apenas os dividendos mínimos (DV_j) relativos ao ano anterior. Matematicamente:

$$Z^{**j} = DV_j;$$

- b) no final do horizonte de projeção (no ano n), os dividendos mínimos, mais o total de benefícios do ano e mais o montante (à taxa referencial) dos benefícios excedentes dos dividendos mínimos de todos os anos. Matematicamente:

$$Z^{**n} = DV_n + Z_n + \sum Z_j^*(1+r)^{n-j}.$$

O valor atual de todo o fluxo de caixa (Z^{**}), se calculado, como suposto, à mesma taxa r a que a empresa terá aplicado suas sobras de caixa, é este:

$$VA(Z^{**}) = \sum DV_j(1+r)^{-j} + Z_n(1+r)^{-n} + \sum Z_j^*(1+r)^{-j}.$$

Rearrmando termos, resulta:

$$VA(Z^{**}) = \sum Z_j(1+r)^{-j},$$

que nada mais é do que o valor atual do fluxo de caixa inicial, do qual se acham excluídos os juros ganhos com as aplicações financeiras. Fica, pois, demonstrado: excluir os juros em apreço e atualizar os benefícios primários, ano por ano, é a forma mais simples de obter o valor atual que se quer. Então, num primeiro momento, o da apuração dos resultados, eles devem ser considerados, para fins de um cômputo correto do Imposto de Renda. Mas uma vez calculado o imposto a pagar, deve-se, para efeito de fluxo de caixa, abatê-los do incremento do disponível (líquidos de sua contribuição ao Imposto de Renda, bem entendido).

Pode-se indagar se, por uma questão de coerência, idêntica não deveria ser a conduta para com os juros pagos (e para com as amortizações). Não seria o caso de estorná-los também? A analogia impressiona, mas, depois de bem esquadrihada, revela-se falsa. De fato, o pagamento de amortizações e juros aí verificado tem sua contrapartida num investimento prévio (ou em capital de giro, ou em ativo fixo, ou no pagamento de débitos) que deixou de ser coberto com recursos do empresário. Ou seja, encontra correspondência numa operação de financiamento, que, para o empresário, significa custos a menos, portanto, benefícios (um custo a menos é um benefício). Ao contrário, pois, da inclusão pura e simples dos juros ganhos, que teria o defeito de ser uma operação "solteira", aqui, os juros pagos já aparecem "casados", logo o estorno não estará correto. Feito ele, o valor atual resultaria superestimado.

Talvez se proponha: neste caso, por que não retirar ambas as coisas, os financiamentos recebidos e os juros pagos por conta deles? Não seria esta, aí também, a solução mais simples? Sim, seria, se fosse correta. Mas ela implicaria eliminarem-se da avaliação não apenas os benefícios inespecíficos das operações de financiamento, mas também os específicos, que, muita vez, são a razão de ser delas. Seria um pouco como botar fora o bebê junto com a água do banho...

Para entender este ponto, é preciso observar o seguinte: a taxa de juros (r^*) que a empresa paga pelos financiamentos que toma e a taxa referencial (r) são duas grandezas conceitualmente distintas. Laranjas e bananas... Para começar, enquanto a primeira é uma taxa passiva, a segunda (e isso foi explicado na seção 5) é uma taxa ativa, a ser auferida. Se assim é, não há nenhuma razão para supor que elas coincidam numericamente. Se tal acontecer, ou melhor, nos momentos em que acontecer, será por mera coincidência.

Posto isto, seja uma operação de financiamento qualquer. Por exemplo, de financiamento com caução de duplicatas, no valor de \$ Z' , a ser feita no ano j e renovada constantemente por l anos. Seu cronograma financeiro, tal como percebido pela empresa, seria o seguinte:

QUADRO 2
Fluxo de Caixa de Um Financiamento-Padrão

	Ano			
	j	$j+1 \dots$	$j+k \dots$	$j+l$
Fluxo de caixa	Z'	$-r^*Z' \dots$	$-r^*Z' \dots$	$-(1+r^*)Z'$

O valor atual correspondente tem a seguinte expressão:

$$VA(Z') = [1 - (1+r)^{-j-1}](1+r)^{-j}Z' - [1 - (1+r)^{-j-1}](1+r)^{-j}r^{-1}r^* Z'.$$

É imediato que a expressão acima só será nula, ou seja, a exclusão tanto do principal quanto dos juros e amortizações só se faz válida, caso r^* se iguale numericamente a r . Conclusão: se o estorno só dos juros superestima a situação, ao deixar no fluxo de caixa os benefícios da operação, o de ambas as variáveis, ao eliminar os benefícios específicos, introduz no cálculo um viés cujo tamanho e sinal dependerão das circunstâncias.

6.2. DERIVAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA A PARTIR DAS CATEGORIAS CONTÁBEIS

Essas considerações viabilizam uma fórmula para obter o fluxo de caixa para o empresário, a partir das variações dos saldos de caixa projetados da empresa. Tal fórmula, diga-se de passagem, serve como meio de controle para a construção feita a partir do lucro. Esta última é mais popular porque associa a geração de caixa à *performance* econômica da empresa. A primeira tem, em contrapartida, a virtude de estar conceitualmente mais próxima da noção de fluxo de caixa. Isto posto, seja a seguinte notação:

ΔCXE_j = variação do caixa excedente, no ano j (em relação ao ano $j-1$);

DVP_{j-1} = dividendos a pagar, no final do ano $j-1$;

ΔKR_j = aporte de recursos próprios no ano j ;

RFL_j = receitas financeiras líquidas (de impostos sobre lucros) do ano j ;

ΔPA_j = variação do passivo total do ano j ;

ΔAT_j = variação do ativo total no ano j ;

ΔLAC_j = variação da conta lucros acumulados no ano j ;

DV_j = dividendo mínimo pago no ano j ;

ΔPR_j = variação no passivo real (passivo exigível menos dividendo mínimo a pagar) no ano j ;

ΔARL_j = variação no ativo realizável a longo prazo no ano j ;

ΔACO_j = variação no ativo circulante operacional (ativo circulante total menos caixa excedente) no ano j ;

ΔAF_j = variação no ativo fixo no ano j ;

L_j = lucro líquido retido no ano j ;

REP_j = receita de equivalência patrimonial no ano j ;

IAF_j = investimento em novo ativo fixo no ano j ;

ΔPAR_J = variação no valor patrimonial das participações em outras empresas no ano j;

IRE_J = investimento de reposição no ano j;

DP_j = depreciação do ano j.

A fórmula acima prometida é, então, a seguinte:

$$Z_j = \Delta CXE_J + DVP_{j-1} - (\Delta KR_j + RFL_j)$$

De acordo com ela, o fluxo de caixa relativo ao ano j calcula-se, somando à variação do caixa excedente os dividendos a pagar consignados no balanço do exercício anterior (e que, por hipótese, terão sido pagos no decorrer do ano j) e daí deduzindo os aportes de capital próprio e as receitas financeiras líquidas ocorridas no ano j. Com base nesta expressão, é possível, aliás, derivar a outra, que parte do lucro. Com efeito, e visto que, pela equação fundamental da Contabilidade, as variações do ativo total e do passivo total entre os dois anos j1 e j são idênticas em valor, a equação pode ser reescrita como segue:

$$Z_j = (\Delta PA_j - \Delta KR_j) - DVP_{j-1} - RFL_j - (\Delta AT_j - \Delta CXE_J).$$

Ora, por definição, esta equação é o mesmo que a seguinte:

$$Z_j = (\Delta LAC_j + \Delta DVP_j + \Delta PR_j) + DVP_{j-1} - RFL_j - (\Delta ARL_j + \Delta ACO_j + \Delta AF_j).$$

Uma vez que:

$$\Delta LAC_j = L_j$$

a última expressão é transformável nesta outra:

$$Z_j = (L_j + \Delta DVP_j + \Delta PR_j) + DVP_{j-1} - RFL_j - (\Delta ARL_j + \Delta ACO_j + \Delta AF_j).$$

Vale dizer:

- a) com relação às expressões entre parênteses da esquerda - a diferença entre a variação do passivo total e os aportes de capital próprio ocorridos no ano j vem a ser, por imposição contábil, o mesmo que o lucro retido ou prejuízo gerado no ano, mais as variações das contas "dividendos a distribuir" e "passivo real" referentes ao ano;

- b) com relação às expressões entre parênteses da direita - a diferença entre o total da variação do ativo e o total da variação do saldo de caixa excedente só pode se igualar às variações do ativo circulante operacional, do ativo realizável a longo prazo e do ativo fixo somadas.

Considerando que:

$$\Delta AF_j = IAF_j + \Delta PAR_j + IRE_j - DP_j,$$

$$\Delta PAR_j = REP_j,$$

$$DVP_{j-1} = DV_j$$

e rearrumando termos, resulta, como expressão final para o fluxo de caixa, a partir do lucro:

$$Z_j = L_j + DP_j + DV_j + \Delta PR_j - (RFL_j + REP_j + \Delta ACO_j + \Delta ARL_j + IAF_j + IRE_j).$$

Ou seja, o fluxo de caixa também se obtém somando ao lucro retido ou prejuízo do ano a depreciação contabilizada, os dividendos mínimos e a variação do endividamento real, e subtraindo as receitas financeiras líquidas, a receita de equivalência patrimonial, os investimentos feitos em ativo circulante operacional, ativo realizável a longo prazo e ativo fixo.

Eis aí, pois, as expressões operacionais para a obtenção do fluxo de caixa de interesse, dada a hipótese de as taxas referenciais interna e externa coincidirem. Pela outra alternativa, de uma taxa referencial interna maior do que a taxa externa, não resta outro caminho senão incluir as aplicações e os benefícios no fluxo de caixa, vale dizer, adotar a sistemática "trabalhosa". Isso porque não incluí-los implica em subestimar os benefícios que a empresa trará ao empresário. De fato, um cruzeiro de benefícios ganhos representará mais para o empresário se ele retiver a empresa do que se a vender, porque, por hipótese, a empresa lhe confere um potencial de ganhos futuros maior. Pelas razões já vistas, o fluxo de caixa assim obtido deve, contudo, ser atualizado à taxa referencial externa. De um modo ou de outro, fica à mostra que o tratamento "trabalhoso" tem o mérito de ser geral. Ele se aplica perfeitamente tanto ao primeiro caso, em que a taxa referencial é idêntica à interna, quanto a este último.

AGRADECIMENTOS

O autor agradece a economista Fernanda Maria Pontual (do BNDES) pelas valiosas sugestões feitas à versão preliminar deste artigo. Dedicado a Hélio de Oliveira e Silva Jr., Hermênio Ramos de Sousa, Joaquim Castro, José Mendonça Filho e Walter Farias.

Abstract: This work is based on previous studies by the author and by Fernanda Pontual. To determine the selling price of an enterprise, it takes into consideration the viewpoint of the offer, that is, of an entrepreneur searching for determining which minimum price he will ask for his enterprise. It considers therefore, just an aspect, but the way of analysing proposals can be an inspiration for analysis under the buyer's standpoint. Firstly, the concepts of equity value (static value) and cash flow current value (dynamic value) are carefully examined; resume the question of optimization and tries to develop a conceptual outline quite detailed. It is also considered aspects such as the choice of discount rates to be utilized as well as important aspects of cash flow notions.

Key words: Enterprise; enterprise evaluation; equity value; cash flow; optimization; discount rate; selling.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. BRASIL, Harold V., BRASIL, Harold G. **Gestão financeira das empresas: um modelo dinâmico**. 2. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1993.
2. DE FARO, Clóvis. **Engenharia econômica: elementos**. Rio de Janeiro: APEC, 1972, seção 2.
3. FALCINI, Primo. **Avaliação econômica de empresas: técnica e prática**. São Paulo: Atlas, 1992.
4. HILLIER, Frederick S., LIBERMAN, Gerald J. **Operations research**. 2nd. ed. San Francisco: Halden-Day, 1974. cap. 6.
5. NEIVA, Raimundo Alelaf. **Valor do mercado da empresa**, São Paulo: Atlas, 1991.
6. RAPOSO, Luiz Alfredo, PONTUAL, Fernanda Maria. Em busca de metodologia. **Rumos do desenvolvimento**, Rio de Janeiro, v.93, jan./fev.1992.
7. RAPOSO, Luiz Alfredo, VIEIRA, Fernando Antônio. **Fundamentos de avaliação econômica de projetos**. Recife: UFPE, 1992. cap.10.
8. SOLOMON, Ezra. **Teoria da administração financeira**. Rio de Janeiro: Zaliar, 1969.
9. STEPHEN, Key, ed. **Guia da Ernest V. Young para administração de fusões e aquisições**. São Paulo: Record, 1992.