



Reciclando conceitos

Especialistas de mercado adaptam as técnicas de avaliação de ativos para driblar as limitações das metodologias tradicionais

Por Daniella Camargos

Definir o valor intrínseco do ativo que se pretende comprar ou vender é uma tarefa a ser cumprida antes de tomada a decisão de qualquer investimento. O valor intrínseco é aquele que permite avaliar se o preço atual – o valor que o mercado está pagando pelo ativo – tem possibilidades de ser maior no futuro e, desta forma, conferir rentabilidade ao investimento realizado. Embora o conceito seja simples, a solução para a tarefa proposta não é tão imediata. A despeito dos métodos consagrados de avaliação de ativos, analistas do mundo todo ainda questionam o melhor modelo a ser aplicado em cada situação.

No Brasil, assim como em outros países em desenvolvimento, a volatilidade esperada para as premissas macroeconômicas torna essa discussão ainda mais complexa. Embora a última década, incentivada pelo Plano Real, tenha proporcionado maior estabilidade econômica e previsibilidade para o futuro, o mercado brasileiro ainda é muito diferente do mundo ideal descrito nas teorias financeiras. Essas, na maioria das vezes, são desenhadas com base nas características de mercados mais estáveis e eficientes. Por aqui, o que se percebe é que a análise de valor exige um modelo que complemente os autores estrangeiros. Sabendo disso, estudiosos do assunto, bem como algumas instituições financeiras e consultorias, estão tentando adaptar os modelos propostos pelo meio acadêmico para a realidade brasileira.

“Os métodos tradicionais trazem uma série de entraves para os profissionais que atuam em mercados com vulnerabilidade econômica, como o Brasil”, diz Marcos Elias, chefe de análise da Linkinvest. Para ele, as duas principais metodologias utilizadas pelos analistas para determinar o valor de uma empresa – Fluxo de Caixa Descontado (FCD) e os múltiplos de mercado – são bastante limitadas.

Em relação à primeira – que se baseia na projeção de um fluxo de caixa futuro e sua conversão a valor presente por uma determinada taxa de desconto – o grande desafio é a adoção das premissas corretas para cálculo de receita, custos e impostos

de uma companhia nos próximos dez ou 20 anos, num mercado volátil como o brasileiro. “Existe uma correlação próxima a zero entre o valor intrínseco de um ativo calculado pelo modelo de fluxo de caixa e seu valor de mercado atual ou mesmo para onde esse valor convergirá”, afirma. Quanto à metodologia de múltiplos, Elias a caracteriza como “conta de padeiro”. “Compara-se empresas com patrimônios líquidos iguais, mas taxas de crescimento diferentes. Não faz sentido”, diz.

Alexandre Póvoa, autor de *Valuation – Como Precificar Ações*, concorda que a facilidade aparentemente oferecida pelos múltiplos, especialmente em relação ao método do FCD, exige cuidados. Afinal, eles são aplicados a empresas em estágios de crescimento diversos. Póvoa sugere o desafio de se encontrar o “múltiplo justo”, e indica dois caminhos: considerar o “tempo do múltiplo” – ou seja, se ele se refere a valores do passado, presente ou futuro da companhia; e atentar para que as comparações sejam feitas sempre em dimensões iguais. Por exemplo, as vendas produzidas pelo capital investido (portanto, por recursos de acionistas e credores) não devem ser comparadas com o valor de mercado (que representa apenas o que resta para o acionista).

Algo parecido com isso é o que tenta determinar uma nova técnica de avaliação de empresas em desenvolvimento no Brasil. Trata-se do Modelo Multifatorial de Avaliação de Empresas de Capital Aberto – um método baseado em direcionadores contábeis das companhias e na regressão múltipla de indicadores financeiros. Criada pelo consultor Rodrigo Pasin e pelo professor da Universidade de São Paulo Roy Materlanc, a técnica de avaliação foi testada em 10 mil empresas não-financeiras de mais de 20 países e 20 setores. O objetivo é identificar os indicadores contábeis que estão fortemente correlacionados com o valor das empresas, avaliar as relevâncias que tais indicadores assumem em bolsa e em setores diferentes, e avaliar a adequação da estimativa de valor.

A tese apontou que os indicadores Ebtida (lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização)

e ativo total são os melhores para determinar o valor das empresas pela regressão múltipla. Além disso, os resultados da aplicação inicial nas 10 mil empresas do mundo todo foram animadores. Enquanto a tradicional técnica de avaliação por múltiplos apresenta erro mediano entre 50% e 70%, o modelo multifatorial, de acordo com Pasin, apresenta erros medianos que variam entre 25% e 30%. A nova metodologia de avaliação de valor já foi apresentada em Madri e em Paris, e será implementada pelo departamento de análise de alguns grandes bancos atuantes no Brasil a partir de outubro.

O Modelo Multifatorial, segundo Pasin, vem aperfeiçoar o modelo de múltiplos tradicional – que se baseia no princípio de que ativos e empresas semelhantes deveriam ter preços e múltiplos também semelhantes. Entretanto, segundo Aswath Damodaran - uma das maiores autoridades mundiais em avaliação de ativos -, para que sejam comparadas com legitimidade, as empresas devem apresentar risco, crescimento e fluxo de caixa parecidos. Como as companhias com características e fundamentos similares são raras, diz Pasin, a análise de valor pelo método de múltiplo pode não ser tão precisa. “A técnica da regressão permite o controle das diferenças entre

as variáveis que fazem os múltiplos divergirem de uma empresa para outra”, diz Pasin.

QUESTÕES SUBJETIVAS – Se para a metodologia de múltiplos o novo modelo verde e amarelo pode servir para corrigir distorções, no caso do modelo FCD nada melhor foi inventado até agora do que a fórmula mais utilizada para cálculo da taxa de desconto para o acionista – a Capital Asset Pricing Model (CAPM) –, embora existam inúmeras críticas a ela.

A relativa simplicidade conceitual do CAPM colide, na prática, com as múltiplas formas de escolher as referências básicas para estimar o custo de capital próprio. Entre elas, a melhor taxa livre de risco a considerar no Brasil, o indicador mais adequado para estimar o rendimento do mercado de ações, a melhor maneira de computar o risco Brasil, entre outros elementos que formam a taxa de desconto. “A taxa de desconto é o lado mais artístico da análise de empresas e gestão de recursos”, afirma Póvoa em seu livro.

Os profissionais de investimento podem ter respostas prontas para essas questões, até pela necessidade de sistematizar seu trabalho, mas não se pode afirmar que todos consideram os mesmos critérios de estimativa do custo de capital das companhias.

Prós e contras		
Considerações sobre as duas principais metodologias utilizadas para avaliação de empresas		
Técnica de avaliação	Vantagens	Desvantagens
Fluxo de caixa descontado	<ul style="list-style-type: none"> • Captura potencial do crescimento futuro esperado e das perspectivas de rentabilidade • Reflete o valor do negócio em si 	<ul style="list-style-type: none"> • Dificuldade de se obter resultados projetados (diferenças de percepção em relação ao business plan) • Peso significativo do valor da perpetuidade sobre o valor presente • Aspectos estratégicos não são levados em conta
Múltiplos	<ul style="list-style-type: none"> • Refletem as avaliações do mercado para o valor e a performance da empresa • Incluem as tendências apontadas pelos preços de mercado • Baseiam-se em informações prontamente disponíveis 	<ul style="list-style-type: none"> • Potencial de distorção devido a fatores específicos de mercado (baixa liquidez da ação, mercado em baixa/alta) • Dificuldade de se encontrar empresas realmente comparáveis (empresas similares podem ter perspectivas diferentes) • Podem necessitar de ajustes incluindo risco país, regime de impostos etc.

Ou que os critérios adotados por um profissional de mercado correspondem às melhores práticas, em função do dinamismo dos mercados de capitais.

Para diminuir as disparidades das metodologias existentes, Wagner Cimino, responsável pela área de fusões e aquisições do Banif Primus, e sua equipe utilizam, numa mesma análise, três técnicas de avaliação: fluxo de caixa descontado, múltiplos de mercado de empresas similares e múltiplos de transações comparáveis. Às vezes, para tornar a avaliação mais consistente, são utilizadas técnicas pouco usuais, como, por exemplo, o modelo de valor patrimonial ajustado ao valor de mercado.

“O que prevalece é o método de fluxo de caixa, por ser o mais detalhista”, explica. Ele admite, porém, que este também é o método que envolve maior subjetividade, por exigir premissas macroeconômicas num período longo. “A avaliação depende muito da experiência de cada analista, da sua percepção sobre o cenário econômico e do seu conhecimento sobre a empresa analisada”, diz Cimino.

Ele tem razão. O valor de uma empresa pode mudar dependendo das premissas, dos modelos e dos cenários adotados. Além disso, é importante considerar o interesse que cada analista pode ter no momento da avaliação. Isto é, se estiver fazendo a análise de valor para o comprador, interessa determinar o valor mínimo que poderia ser pago por uma empresa. Se a análise estiver sendo feita para o vendedor, interessa determinar o valor máximo aceitável para negociá-la.

Um exemplo prático disso aconteceu recentemente na avaliação do valor econômico da Acesita. Análises diferentes levaram a um impasse as negociações de venda para a Arcelor da participação de quase 25% que os fundos de pensão Previ e Petros têm na empresa. Enquanto o Morgan Stanley, contratado pela gigante francesa, avaliou a ação da Acesita em cerca de R\$ 25 a R\$ 30, o Credit Suisse First Boston (CSFB), pelos fundos de pensão, chegou a um valor próximo de R\$ 60.

OS INTANGÍVEIS – A modernização das técnicas de avaliação passa também pela inclusão de variáveis não-

É importante considerar o interesse que cada analista pode ter no momento da avaliação do ativo

Em caso recente, uma mesma ação foi avaliada em R\$ 25 pelo comprador e R\$ 60 pela contraparte

matemáticas. É cada vez maior o peso de questões como governança corporativa, sustentabilidade, qualidade da gestão, perfil dos acionistas controladores, poder de repasse de preços e capacidade de comunicação com o mercado, entre outras variáveis no valor atribuído à ação ou títulos emitidos por uma companhia.

Elias, da Linkinvest, fez um exercício com sua equipe de oito analistas que mostrou a importância dos chamados ativos intangíveis no cálculo do preço de uma ação. Selecionou diversas empresas listadas na bolsa na década de 90 e, sem identificá-las para os analistas, pediu que eles determinassem o valor de cada uma com base nas metodologias tradicionais. “O resultado foi desastroso”, conta Elias. Segundo ele, alguns profissionais recomendaram investimentos em empresas que faliram e, hoje, nem existem mais.

“O valor dos ativos não depende apenas de indicadores matemáticos, mas também de questões que nem sempre estão explícitas nos relatórios financeiros”, diz Elias. Depois de realizar a análise com as metodologias tradicionais, Elias classifica os itens não-matemáticos com notas de 1 a 4 e só então determina o valor do ativo. Segundo ele, a metodologia do FCD é hoje utilizada

como mais uma peça de informação, e não como ferramenta principal.

Considerar os intangíveis na formação do preço, contudo, ainda não é unanimidade entre os analistas. Muitos incluem essas variáveis intangíveis entre os elementos a serem analisados na tomada de decisão de investimento, mas não as consideram desde o momento do cálculo do preço. Cimino, do Banif Primus, não acredita que seja necessária a aplicação de informações não-financeiras na estimativa de valor da empresa. “A questão da sustentabilidade e da governança corporativa ainda é muito nova no Brasil e, por isso, não há informações disponíveis suficientes para que possamos relacionar, no momento da avaliação, os dados não-financeiros e os financeiros de uma companhia”, explica. Ele acredita, porém, que essa é uma tendência que, no futuro próximo, poderá ser levada em consideração nos departamentos de análise de valor das instituições. ■