

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: UM ESTUDO DE CASO DA
METODOLOGIA UTILIZADA NO PROCESSO DE CISÃO DA
ELETROSUL**

MARCUS TADEU DUARTE

FLORIANÓPOLIS – SC – BRASIL

1999

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: UM ESTUDO DE CASO DA
METODOLOGIA UTILIZADA NO PROCESSO DE CISAÇÃO DA
ELETROSUL**

Trabalho de Conclusão de Curso submetido ao Departamento de Ciências Contábeis, do Centro Sócio Econômico, da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito parcial para a obtenção do grau de bacharel em Ciências Contábeis.

Acadêmico: Marcus Tadeu Duarte

Matrícula: 9510327-9

Orientadora: Prof^ª Dr^ª Ilse Maria Beuren

FLORIANÓPOLIS – SC – BRASIL


1999

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: UM ESTUDO DE CASO DA METODOLOGIA UTILIZADA NO PROCESSO DE CISÃO DA ELETROSUL

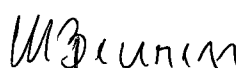
MARCUS TADEU DUARTE

Esta monografia foi apresentada como trabalho de conclusão de curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina, obtendo a nota média de 9,5.. atribuída pela banca constituída pelos professores abaixo nominados.

Florianópolis, 08 de dezembro de 1999.


Prof^a M.Sc Maria Denize Henrique Casagrande
Coordenadora de Monografia do CCN

Professores que compuseram a banca:


Presidente: Prof^a Dr.^a Ilse Maria Beuren


Membro: Prof^o M.Sc Altair Borgert


Membro: Prof^o M.Sc Joisse Antônio Lorandi

*Há uma coisa melhor do
que compreender DEUS: é
confiar Nele.*

G. H. Knight

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, à DEUS, Criador, doador e mantenedor da vida e que sem SUA ajuda, não teria ânimo para prosseguir e tão pouco forças para continuar.

À minha esposa Márcia, pelas tantas palavras de carinho, incentivo, atenção e, principalmente, pela tolerância em entender minha ausência em muitos momentos. “Te Amo”.

Aos meus maravilhosos filhos: Lucas – que com 4 anos, ao sentir minha falta, perguntava para onde eu ia todos os dias. Ao Matheus – o presente ganho ao passar no vestibular e que, como o Lucas, também sentiu minha falta. E ao Pedro Vicenzo – o presente final, em comemoração a conclusão do curso. Filhos, vocês são Pedras preciosas que precisam da minha mais plena atenção e carinho; e que por cinco longos anos tiveram muitos momentos de lazer sacrificados.

Aos meus pais, Pedro e Arlete, que com sabedoria, amor e carinho, conseguiram com muito sacrifício dar o melhor para que eu pudesse chegar até aqui.

Aos meus irmãos Maurício e Marcelo, pela amizade que nos une.

À Professora Dr^a Ilse Maria Beuren, minha orientadora, pela amizade formada.

Ao colega Alonso Wagner, do DCO da Eletrosul, pela ajuda e amizade formada.

Ao Gerente do DCO da Gerasul, colega Waltamir Barreiros, pela presteza em todos os momentos necessários.

A todos os meus colegas de curso, pelos momentos de alegrias compartilhadas. Os meus agradecimentos a Ana Shirley, Claudiana, Dilma e Ivana, pelo carinho recebido, e em especial, a Edna e Simone, pela amizade, o afeto e o carinho construídos, ao longo destes anos - Vocês deixarão saudades pelos momentos de nossa amizade.

A todos os meus colegas do Departamento de Negócios da Transmissão, pelos anos de amizade e pelas palavras de força e coragem. Em especial ao Francisco Ferrer e ao Paulo Altaur, pelo apoio recebido durante todo período acadêmico e também ao meu colega José Orlando, pelas idéias sugeridas, quando me via em aperto.

Aos professores do Departamento de Ciências Contábeis e de outros Departamentos, todos com um único objetivo de transmitir seus conhecimentos, não poupando esforços para o aumento de minha bagagem profissional.

A todos, enfim, que direta ou indiretamente, contribuíram para o meu crescimento intelectual.

Dedicatória:
À minha esposa Marcia e aos meus
filhos Lucas, Matheus e Pedro
Vicenzo, riquezas imensuráveis.

RESUMO

Atualmente, devido ao ritmo acelerado das privatizações realizadas pelo governo, vários processos de cisão, fusão e incorporação estão acontecendo entre empresas.

Tal situação, desencadeada por este processo, faz surgir e tornar-se bastante debatido, tanto aqui no Brasil como no exterior, a questão “valor de uma empresa”.

Este processo, quando analisado, pode chegar a diferentes valores para uma mesma empresa. Mas, dependendo da empresa e da situação, esta pode ser avaliada por um método já determinado, em virtude de suas características de mercado e também pela finalidade da avaliação.

Assim, o objetivo do presente estudo consistiu em apresentar o método de avaliação de empresa utilizado no processo de cisão da Eletrosul.

Para alcançar um melhor entendimento do trabalho, sobre “avaliação de empresas”, tentou-se contemplar vários aspectos do tema, abordando conceitos de valor, fatores que os determinam, seus processos e modelos de avaliação.

A pesquisa evidenciou que o método de avaliação utilizado na Eletrosul foi o do método do fluxo de caixa descontado, necessitando, desta forma, que a empresa estivesse com sua contabilidade em dia, a fim de demonstrar valores condizentes com a realidade ao realizar o processo de avaliação.

Deste modo, através de suas demonstrações contábeis e através de cálculos específicos, requeridos por este método particular de avaliação, pode-se verificar o valor da empresa.

Por fim, o estudo evidenciou que a avaliação de uma empresa, através de seus métodos e processos, é um fator relevante para a tomada de decisão. Não obstante, acredita-se que o presente trabalho contribui no sentido de ter demonstrado que os métodos de avaliação de empresas preconizados na teoria são adotados na prática, no caso específico o método do fluxo de caixa descontado.

SUMÁRIO

RESUMO

CAPÍTULO 1	01
1.1 INTRODUÇÃO	01
1.1.1 Considerações Iniciais	01
1.1.2 Problemática	02
1.1.3 Objetivos da pesquisa	02
1.1.4 Justificativa	03
1.1.5 Organização do trabalho	04
1.2 METODOLOGIA	05
1.2.1 Metodologia aplicada	05
1.2.2 Limitações da pesquisa	07
CAPÍTULO 2	08
2.1 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	08
2.1.1 Aspectos gerais da avaliação de empresas	08
2.1.1.1 Fatores de influência na avaliação de empresas.....	10
2.1.1.2 O processo de avaliação.....	14
2.1.1.3 Modelos de avaliação.....	14
2.1.2 Métodos de avaliação de empresas	16
2.1.2.1 Valor Presente Líquido.....	16
2.1.2.2 Taxa Interna de Retorno.....	18
2.1.2.3 Payback.....	20
2.1.2.4 Avaliação patrimonial de mercado.....	22
2.1.2.5 Avaliação patrimonial contábil.....	23
2.1.2.6 Fluxo de caixa descontado.....	24
2.1.3 Projeção de resultados	28
CAPÍTULO 3	30
3.1 O SETOR ELÉTRICO NACIONAL	30
3.2 O PAPEL DA ELETROSUL DO NOVO CONTEXTO	32
3.3 AVALIAÇÃO ECONÔMICA – O CASO ELETROSUL	34

4 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES.....37

5 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....38

ANEXOS

CAPÍTULO 1

O presente trabalho é estruturado de uma maneira que se possa obter uma noção das partes que compõe os temas da pesquisa, apresentando-se em duas seções, compostas pela introdução da pesquisa e a metodologia aplicada.

1.1 INTRODUÇÃO

Inicialmente serão feitas considerações genéricas sobre o tema proposto, passando-se em seguida a detalhar os demais aspectos que comporão o trabalho, que são: a problemática, os objetivos e também o resumo da metodologia a ser utilizada.

1.1.1 Considerações Iniciais

No mundo dos negócios, a necessidade de se avaliar uma empresa é um fato real e que ocorre com relativa freqüência. Diversos são os motivos que levam a avaliar uma empresa, destacando-se entre eles, os de comprar, vender ou dá-lo como garantia.

No nosso país, tem-se observado, atualmente, a ocorrência da venda de muitas empresas, surgidas especialmente com as operações de privatização e cisão, dentro do processo de desestatização da economia adotado pela corrente política que está no poder, o que reforça a importância e, principalmente, a oportunidade do tema proposto.

Sempre que alguém está interessado em comprar ou vender uma empresa surge a necessidade de determinar o seu real valor, para minimizar o risco de prejuízos futuros para os compradores ou, então, um preço subavaliado e, conseqüentemente, prejuízo para os vendedores.

Neste tipo de processo, além do valor de mercado de uma empresa, existe a necessidade de se evidenciar a realidade interna da empresa, através de informativos e demonstrações financeiras, geradas pela contabilidade.

Desta forma, precisa-se analisar quais os elementos necessários para avaliar uma empresa. Sabe-se que o valor de uma empresa é afetado por vários fatores e pelos mais

diferentes motivos, sobre muitos dos quais a empresa não tem controle.

Outro ponto importante é a variedade de metodologias e processos disponíveis para poder avaliar uma empresa. Porém, todos com um objetivo comum, servir de instrumento para auxiliar a administração, acionistas e gestores, na tomada de decisões.

Neste sentido, é de fundamental importância um estudo sobre as metodologias de avaliação empresarial disponíveis na literatura para casos de cisão, bem como verificar as aplicadas na prática.

1.1.2 Problemática

Na medida em que as atividades gerenciais tornam-se mais complexas e exigentes, devido a necessidade de informações mais sofisticadas para a tomada de decisões e a grande competição exercida pelas empresas mundiais, faz-se necessário a adaptação aos novos modelos utilizados por estas empresas e pelas situações impostas pelo governo.

No caso brasileiro, a interferência governamental no sistema econômico, através de políticas de modernização, fez com que mudanças drásticas ocorressem no país. A privatização de empresas públicas é uma delas. Cisão de empresas estão, rotineiramente, sendo feitas e isto requer uma avaliação empresarial das mesmas.

Neste ambiente de mudanças radicais, a contabilidade necessita oferecer informações gerenciais úteis, para a tomada de decisões. Decisões que se revelam através de cisões e privatizações de empresas.

Dentro desta linha, faz-se necessário verificar quais são as metodologias utilizadas na avaliação empresarial e se as informações contábeis constituem-se em elemento determinante no cálculo da avaliação para fins de cisão de empresas.

1.1.3 Objetivos da pesquisa

O objetivo geral do presente estudo consiste em verificar qual o método de avaliação de empresa foi utilizado no processo de cisão da Eletrosul - Centrais Elétricas do Sul do Brasil S.A., dentre os diversos métodos disponíveis na literatura.

A um nível de maior detalhe, pretende-se alcançar os seguintes objetivos específicos:

- identificar os principais métodos e procedimentos disponíveis na literatura para avaliação de empresas;
- apresentar o atual modelo do Setor Elétrico Brasileiro e a importância da Eletrosul como empresa de transmissão, dentro do mesmo;
- apresentar o caso de avaliação da Eletrosul.

1.1.4 Justificativa

Segundo FILOMENA¹, “a contabilidade tem como objeto de seus estudos o patrimônio das entidades e, em relação a este, busca efetuar o controle de suas modificações, com o fim de informar seu estado periodicamente”.

Tal não é diferente na contabilidade das entidades públicas. No caso de cisão de uma empresa pública, situação que afetará a entidade, não há regras legais específicas para este tipo de operação.

Mesmo não existindo regras específicas, o fato em questão é de grande relevância, pois é um fato extraordinário e que afeta de uma maneira muito especial a entidade e sua continuidade, isto é, seu patrimônio e a continuação de seus negócios.

É preciso ter em mente que, seja qual for a entidade, não é costume figurar entre seus objetivos a cisão, fusão ou incorporação. Portanto, quando uma destas situações aparece, é tratada como alheia ao seu objetivo.

Em outras palavras, conforme FILOMENA², “a contabilidade existe para representar a realidade de conformidade com seus postulados e métodos, e nunca ao contrário.”

¹ FILOMENA, Sérgio Fernando Elsenbrush. Contabilização da cisão em uma entidade da administração pública regida pela lei nº 4.320-64. Revista do Conselho Regional de Contabilidade do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, v.26, n.90, p. 35-45, Jul-Set. 1997, pág. 35.

² FILOMENA, Sérgio Fernando Elsenbrush. Contabilização da cisão em uma entidade da administração pública regida pela lei nº 4.320-64. Revista do Conselho Regional de Contabilidade do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, v.26, n.90, p. 35-45, Jul-Set. 1997, pág. 35.

No momento em que emerge a necessidade de cindir uma empresa, surge, também, em paralelo, a necessidade de se obter o valor da empresa. Saber o valor de sua empresa, para muitos empresários pode ser fácil, pois essa habilidade é desenvolvida e aprimorada pela incessante prática na negociação de bens, ao longo da qual o empresário acaba adquirindo ou criando métodos próprios.

E o que falar quando a cisão ocorre com uma empresa pública. Raramente encontra-se a mesma perícia, para a avaliação neste caso. Seja devido a pouca experiência, seja pela dificuldade de acesso às técnicas de avaliação existentes, ao mesmo tempo práticas confiáveis.

Sendo assim, uma análise da avaliação ocorrida na Eletrosul - Centrais Elétricas do Sul do Brasil S.A., que ao sofrer o processo de cisão resultou em duas novas empresas, a ELETROSUL - Empresa Transmissora de Energia Elétrica do Sul do Brasil S.A. e a GERASUL - Centrais Geradoras do Brasil S.A., faz-se oportuno no momento.

Ao ser evidenciado este processo, um grande número de informações contábeis foram requisitadas. Tal, fez com que o processo de cisão fosse viabilizado e se tornasse um interessante fato a ser estudado, haja vista que abrirá um caminho para análises futuras, daqueles que estiverem dispostos a aperfeiçoarem e expandirem seus conhecimentos nesta área. Mesmo porque, no que diz respeito às cisões e privatizações de empresas públicas, com posteriores vendas, é um assunto novo e ainda pouco explorado.

Em síntese, dentro de um contexto profissional, a importância se dá pelos novos conhecimentos que serão adquiridos, somado a bagagem que os profissionais envolvidos têm a oferecer.

Dentro de um contexto social, torna-se importante a partir do momento em que os governantes, ao negociarem o patrimônio público, o façam, de acordo com metodologias reconhecidas por profissionais especializados no assunto.

1.1.5 Organização do trabalho

O presente trabalho é estruturado em três capítulos, para uma melhor compreensão do mesmo.

No primeiro capítulo são apresentadas as considerações iniciais sobre o tema, além de sua problemática e objetivos. Na seqüência, mostra-se a justificativa e a organização

do trabalho. Continuando, apresenta-se a metodologia da pesquisa e suas limitações.

No segundo capítulo será apresentada a revisão bibliográfica. Nela estarão sendo mostrados os aspectos gerais da avaliação de empresas, seus métodos e modelos, pertinentes para o trabalho.

O terceiro capítulo evidenciará o panorama do setor brasileiro onde a empresa está inserida, o papel da transmissão e os aspectos relacionados ao processo de avaliação. Por último serão apresentadas as conclusões da pesquisa e sugestões para futuros trabalhos.

1.2 METODOLOGIA

Esta seção evidenciará a metodologia aplicada para realização do trabalho, além da limitação imposta ao tema.

1.2.1 Metodologia aplicada

Desde os tempos mais remotos, o homem vem em busca de conhecimento, seja ele superficial ou mais aprofundado.

TRUJILLO apud LAKATOS e MARCONI³ “sistematiza quatro tipos de conhecimento: popular, científico, filosófico e teológico”.

Explicitam que conhecimento popular é valorativo, reflexivo, assistemático, falível e inexato, pois não permite a formulação de hipóteses. O filosófico, tem como ponto de partida as hipóteses, e dizem que além de valorativo, este não é verificável, apesar de características sistemáticas, é infalível e exato, já que busca a razão para questões de problemas humanos. O teológico, é definido resumidamente como evidências não verificadas, pois retrata a fé acima de tudo.

Por sua vez, o científico, base para o estudo em questão, tem como ponto principal a ocorrência de fatos reais. Este tem suas hipóteses reconhecidas por experimentação e não apenas pela razão, com saber ordenado logicamente (sistemático), é falível, em virtude de não ser definitivo e aproximadamente exato.

³ LAKATOS, E. M. e MARCONI, M. de A. Metodologia científica. São Paulo: Atlas, 1992, pág. 151

Neste sentido, utilizando-se a forma de conhecimento científico, parte-se para a

elaboração de um projeto de monografia. Monografia, é definido por LAKATOS e MARCONI⁴ como “tratamento escrito de um tema específico”, já SALOMON⁵ define como “tratamento escrito de um tema específico que resulte de interpretação científica com escopo de apresentar uma contribuição relevante ou original e pessoal à ciência”.

Por isso, a monografia requer um conhecimento científico, isto é, que traga contribuição e que não se limite àquilo que já foi explorado, mas que continue em estudo. E dentro desta estrutura científica, torna-se indispensável pelo fato de ser recente e pouco pesquisado, situando-se no nível de pesquisas exploratórias.

De acordo com RUIZ⁶ “existem três tipos de pesquisa: exploratória, teórica e aplicada. Quando uma questão ainda não possui uma posição bem definida, ou quando um problema é pouco conhecido, a pesquisa a respeito é denominada como exploratória”.

Este tipo de pesquisa tem por objetivo, conforme GIL⁷, “proporciona maior familiaridade com o problema, com vistas a torná-lo mais explícito ou construir hipóteses”, isto é no aprimoramento de idéias ou descoberta de intuições.

Segundo TRIPODI; FELLIN; e MEYER⁸, “estudos exploratórios são investigações de pesquisa empírica que têm como finalidade a formulação de um problema ou questões, desenvolvendo hipóteses ou aumentando a familiaridade de um investigador com um fenômeno ou ambiente para uma pesquisa futura mais precisa”. Apesar da flexibilidade da pesquisa exploratória, esta assume, na maioria das vezes, forma de pesquisa bibliográfica ou de estudo de caso.

A pesquisa bibliográfica, caracterizada como um estudo teórico, é considerada o passo inicial de toda a pesquisa científica. Ela é desenvolvida através de material elaborado anteriormente, constituído de livros, periódicos, artigos científicos etc. Por conseguinte, definir e resolver problemas já conhecidos, bem como explorar novas áreas, cujos problemas não se concretizaram o suficiente.

⁴ LAKATOS, E. M. e MARCONI, M. de A. Metodologia científica. São Paulo: Atlas, 1992, pág. 151

⁵ SALOMON, D. V. *Como fazer uma monografia: elementos de metodologia do trabalho científico*. 6.ed. Belo Horizonte: Interlivros, 1977, p. 207

⁶ RUIZ, João Alvaro. *Metodologia científica: guia para eficiência nos estudos*. São Paulo: Atlas, 1982, p.50.

⁷ GIL, A. C. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1993, p.45.

⁸ TRIPODI, T.; FELLIN, P. e MEYER, H. *Análise da pesquisa social*. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1981, p.65.

Sua principal vantagem consiste no fato da mesma permitir ao pesquisador uma cobertura de inúmeros fenômenos muito mais ampla do que aquela que ele poderia pesquisar diretamente.

O estudo de caso, é o estudo profundo e exaustivo de um ou de poucos objetos, de forma que possibilite amplo e detalhado conhecimento do mesmo. Ele pode ser visto como técnica psicoterápica, como método didático ou como método de pesquisa.

Como unidade de análise para estudo de caso, o presente trabalho estabeleceu que seriam estudados, praticamente, dois momentos: primeiramente uma pesquisa bibliográfica, de fontes secundárias, sobre o tema e, num segundo momento, o estudo de caso propriamente dito. Um estudo de caso, segundo TRIVINOS⁹ é “uma categoria de pesquisa cujo objeto é uma unidade que se analisa profundamente”.

Desta forma, a pesquisa bibliográfica terá como finalidade fundamentar a parte teórica do estudo, para sua análise posterior. Irá tentar-se, aqui, aprofundar o tema, buscando todos os recursos para elaboração de uma monografia, mas sem a intenção de esgotar todos os recursos disponíveis. A arte do conhecimento é vasta e aberta a todos que desejam se aperfeiçoar.

1.2.2 Limitações da pesquisa

No que se refere à limitação da pesquisa, o trabalho pretende apresentar o método de avaliação de empresas utilizado pela Eletrosul, face aos métodos existentes.

Devido a existência de outros métodos e a não participação direta no processo de cisão da empresa, mas apenas relatar como ocorreu o processo de avaliação em análise.

Em referência a aplicação do método e em virtude, também, do trabalho limitar-se à avaliação de uma única empresa, o estudo limitou-se em expor esta forma de avaliação e cotejar sua aplicação com os métodos disponíveis na literatura.

⁹ TRIVINOS, Augusto N. S. *Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação*. São Paulo: Atlas, 1995, p.133.

CAPÍTULO 2

Neste capítulo, pretende-se fundamentar alguns métodos de avaliação de empresas, com vistas a atender os objetivos anteriormente referidos.

2.1 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Ao fundamentar-se alguns métodos de avaliação com a intenção de atender os objetivos propostos, esta seção será dividida em três partes. Na primeira, serão enfocados os aspectos gerais de avaliação. Na segunda parte, serão apresentados alguns métodos de avaliação de empresas discutidas na literatura. Na terceira, será contemplada a projeção de resultados para o caso de avaliações.

2.1.1 Aspectos gerais da avaliação de empresas

Ao longo de muitos anos e pelas mais diversas razões, tem-se utilizado a sistemática de avaliação de empresas, seja por motivos de cisão, incorporação, fusão ou em privatizações de empresas estatais, dissolução societária ou, ainda, para se investir no mercado de capitais.

No Boletim IOB - *Temática Contábil e Balanços*¹⁰ obtém-se uma conceituação de valor, qual seja, “o quanto estariam, potenciais adquirentes, dispostos a pagar pela compra do patrimônio líquido de uma empresa”.

De outra maneira, pode-se dizer que a empresa vale, em princípio, pelo montante do patrimônio que é apurado por seu balanço, ajustados a valor presente seus ativos e passivos, além do valor intangível, que não está contabilizado.

¹⁰ Boletim IOB - *Temática Contábil e Balanços*. Por que o balanço não fornece o “valor da empresa”. Bol.18/92, p.146.

Existem outras definições de valor, como a baseada na teoria de Portfólio. Neste sentido, HARRINGTON apud IOB – *Temática Contábil e Balanços*¹¹, diz que

“O preço justo que um investidor estaria disposto a pagar por uma firma, um pedaço da firma ou qualquer outro ativo. O valor é determinado por uma combinação de três fatores: volume dos retornos esperados, as datas que esses retornos serão recebidos, e o risco que o investidor assume ao aceitar os retornos.”

Outra definição, apresentada por KINGTON apud IOB – *Temática Contábil e Balanço*¹², expressa o valor de uma empresa como sendo:

“O maior preço expresso em dinheiro que se pode obter num mercado aberto e não restrito entre partes conhecedoras, prudentes e desejosas de negociar em condições de mercado, que estejam completamente informadas e não sob compulsão para transacionar.”

NEIVA¹³ também destaca concepções de valor de empresa, separadas em duas vertentes, a patrimonial e a econômica.

- valor patrimonial: o valor da empresa é determinado pelo somatório dos bens que constituem o patrimônio da empresa; e
- valor econômico: o valor da empresa decorre do potencial de resultados futuros.

Desta forma, o valor da empresa não se restringe apenas às demonstrações contábeis. O valor de qualquer investimento, seja ele um simples ativo, ou uma empresa, está diretamente relacionado com as expectativas futuras a respeito dos benefícios de lucros que ele carrega.

A avaliação seria uma espécie de antecipação de eventos futuros, baseados nas expectativas individuais de obter retorno sobre o custo de oportunidade do investidor.

O valor de uma empresa é afetado por vários fatores, pelos mais diferentes motivos, podendo ser externos ou internos. Considere-se fatores externos como aqueles que a empresa não tem controle ou possui pouco controle e internos aqueles que a empresa pode gerenciar.

¹¹ Boletim IOB - *Temática Contábil e Balanços*. Os modelos de avaliação de empresas podem ser aplicados à avaliação judicial. Bol.9/96, p.85.

¹² Boletim IOB - *Temática Contábil e Balanços*. Os modelos de avaliação de empresas podem ser aplicados à avaliação judicial. Bol.9/96, p.85.

¹³ NEIVA, Raimundo Alelaf. *Valor de mercado da empresa: modelos de avaliação econômico-financeira de empresas, exemplos de avaliação com cálculo de valores, subsídios para privatização, compra e venda, cisão, fusão e incorporação*. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1992, p. 12.

2.1.1.1 Fatores de influência na avaliação de empresas

Vários são os fatores que interferem no processo de avaliação de uma empresa. Esses fatores, apresentam, na posição de cada avaliador, posições e valores diferenciados.

O valor é determinado aqui, conforme o Boletim IOB – Temática Contábil e Balanços¹⁴, por uma combinação de três fatores determinantes, são eles:

- “o volume dos retornos esperados;
- as datas que estes retornos são recebidos;
- o risco que o investidor assume ao aceitar os retornos.”

No Boletim IOB – Temática Contábil e Balanços¹⁵, consta que “o valor efetivo de um capital é aquele que busca a realidade, ou seja, o que de fato vale”. Não obstante, ressalta que “o valor pelo qual se negocia uma empresa ou se reembolsa as quotas ou ações de um sócio possui critérios técnicos especiais, podendo ser determinados por peritos, normalizado em lei ou deixado ao arbítrio das partes que negociam.”

O quanto vale uma participação de um sócio no capital de uma empresa, ou quanto vale a empresa toda, é um fator que necessita de um ponto de partida para fixar um valor. Este valor precisa estar próximo da realidade, de uma justiça para um acordo entre as partes.

Nas grandes companhias, em geral, conforme Boletim IOB – Temática Contábil e Balanços¹⁶, “a cotação da bolsa de valores é sempre um ponto de partida. Já nas empresas fechadas, a matéria muda de aspecto. Neste caso o melhor a fazer é regular a questão, estabelecendo critérios estatutários”.

¹⁴ Boletim IOB - *Temática Contábil e Balanços*. Os modelos de avaliação de empresas podem ser aplicados à avaliação judicial. Bol.9/96, p.85.

¹⁵ Boletim IOB - *Temática Contábil e Balanços*. Algumas considerações sobre o valor efetivo de empresa. Bol.24/97, p.7.

¹⁶ Boletim IOB - *Temática Contábil e Balanços*. Por que o balanço não fornece o “valor da empresa”. Bol.18/92, p.145.

O valor efetivo de um capital é aquele que busca a realidade, ou seja, o que de fato vale. De acordo com o Boletim IOB – Temática Contábil e Balanços¹⁷, é necessário observar alguns fatores:

- “atualização do valor do ativo (baseado na capacidade dos bens em serem úteis);
- realidade das dívidas e obrigações (seus valores devem ser demonstrados, incluindo juros e despesas para sua liquidação);
- riscos ou potencialidades de obrigações concretas e probabilidades de lucros futuros (a vida patrimonial da empresa deve ser avaliada, pois o risco por ela incorrido, está diretamente relacionado com sua continuidade); e
- probabilidade de riscos futuros (aqui entra o valor imaterial do negócio, não expresso nas suas demonstrações, representado em uma única palavra como “Goodwill”).”

Cita-se aqui alguns fatores que influenciam na avaliação de empresas, e estão destacados no Boletim IOB - Temática Contábil e Balanços¹⁸, a saber:

- “Econômicos (recessão, crescimento, inflação, taxa de juros,...);
- Políticos (estabilidade, interferência ou presença do Estado, leis,...);
- Sociais (mudanças de comportamento dos consumidores);
- Tecnológicos (inovações na produção, robotização, tecnologias de distribuição,...);
- Concorrência (mercado global, patentes, produtos diferenciados, monopólio,...)
- Pesquisa e Desenvolvimento (programas de aperfeiçoamento profissional, laboratórios de pesquisa, planos de gratificação,...)
- Instalações (localização, espaço, idade dos equipamentos,...)
- Mão-de-obra (nível de especialização, influência sindical,)
- Contratos (dependências de clientes, dependência de fornecedores, terceirização endividamento, aplicações,...)”

Frente a esta gama de fatores, influenciadores no valor de uma empresa, NEIVA¹⁹ aponta como fatores mais específicos e importantes para a avaliação de uma empresa os seguintes:

- “ a) perspectivas econômicas e potencial de lucros;
- b) capacidade de pagamentos de dividendos;

¹⁷ Boletim IOB - *Temática Contábil e Balanços*. Bol.19/92.

¹⁸ Boletim IOB - *Temática Contábil e Balanços*. Os modelos de avaliação de empresas podem ser aplicados à avaliação judicial. Bol.9/96, p.84.

¹⁹ NEIVA, Raimundo Alelef. *Valor de mercado da empresa: modelos de avaliação econômico-financeira de empresas, exemplos de avaliação com cálculo de valores, subsídios para privatização, compra e venda, cisão, fusão e incorporação*. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1992, p. 15.

- c) composição dos ativos líquidos;
- d) preço do mercado das ações da empresa ou preço médio das ações de companhias similares, negociados no mercado de ações;
- e) natureza do negócio e a história da empresa desde a sua fundação;
- f) valor patrimonial da ação e a situação financeira do negócio;
- g) determinação do goodwill e de outros ativos intangíveis”.

Nos parágrafos seguintes, apresenta-se comentários sucintos sobre os fatores acima listados.

Perspectivas econômicas e potencial de lucros

Condições econômicas e perspectivas do setor são reflexos importantes no processo de avaliação, pois demonstram o crescimento e a capacidade de competição da empresa para com seus concorrentes. Com relação ao potencial de lucros futuros, este pode ser avaliado através de relatórios financeiros dos últimos 5 (cinco) ou 10 (dez) anos, em balanços projetados. Para muitas empresas este potencial de lucros é um fator muito importante, no que diz respeito a continuidade da empresa.

Capacidade de pagamento de dividendos

O pagamento de dividendos requer da empresa uma retenção de parcela de seus lucros, visando atender a competição do mercado. Este fato constitui maior problema para empresas de capital fechado, pois a captação de recursos para capital de giro e expansão dos negócios é prejudicado pela dificuldade de obtenção de créditos, além dos prazos de financiamento serem mais desfavoráveis.

Composição dos ativos líquidos

A composição dos ativos (imobilizado, clientes, aplicações...), já deduzidos da depreciação, amortização, provisões etc., é um fator importante no valor da empresa.

Preço de mercado das ações da empresa ou suas similares

Mesmo sendo este um grande fator para o processo de avaliação, deve-se ter cuidado para não ser o único critério a utilizar, haja vista as anormalidades existentes no mercado de ações. Essas anormalidades podem ser especulação, volume de ações negociadas inexpressivo, fatores psicológicos atuantes no mercado etc. Para se obter o valor de uma empresa devem ser analisados os preços de empresas similares, levando-se, também, em conta as mesmas observações de anormalidades do mercado.

Natureza do negócio e a história da empresa

A grande probabilidade de um evento passado vir a ocorrer futuramente não deve ser descartado. A análise de informações operacionais e financeiras é um subsídio importante às previsões futuras da empresa.

Valor patrimonial e situação financeira

Com base em balanços recentes, acompanhados de informações complementares, é possível determinar a “saúde” da empresa, através da estrutura de capital, do patrimônio líquido e índices financeiros mais significativos.

Goodwill e outros ativos intangíveis

Ao evidenciar a diferença entre a soma do valor individual dos ativos é o seu valor total, na obtenção de rendimentos extras em relação a um retorno esperado, o goodwill torna-se um fator importante dentro da avaliação de empresas.

2.1.1.2 O processo de avaliação

De acordo com o Boletim IOB - Temática Contábil e Balanços²⁰, os modelos e métodos de avaliação devem seguir uma seqüência para o alcance do valor da empresa, dentro do processo de avaliação, a saber:

- “Data e objetivo da avaliação - delimitador dentro do processo e propósito de avaliação;
- Objeto da avaliação - o que será avaliado;
- Coleta de dados - coleta de informações da empresa, concorrentes, clientes, produtos, através de demonstrações contábeis;
- Projeções financeiras - análise dentro do contexto econômico para avaliações futuras;
- Taxa requerida de retorno - um componente difícil de ser determinado a ser aplicado sobre os fluxos da empresa;
- Horizonte temporal e valor residual - através das características da empresa se determinará seu valor residual;
- Análises de sensibilidade - simulações para se buscar o preço mais justo, levando-se em consideração expectativas de mercado;
- Conclusões - obtenção do valor de avaliação, com uma análise dos resultados”.

2.1.1.3 Modelos de avaliação

Vários são os modelos de avaliação de empresas existentes, conforme descritos por CORDONIZ apud IOB - Temática Contábil e Balanços²¹.

Modelo Acquimerge / value Planner

Utiliza conceitos de valor presente e taxa interna de retorno conforme aplicação de técnicas de capital. Foi desenvolvido por A. Rappaport e busca responder a três questões: qual seria o valor de uma empresa; qual o retorno que propiciará ao comprador; e qual é o “discounted pay-back” da aquisição.

²⁰ Boletim IOB - *Temática Contábil e Balanços*. Os modelos de avaliação de empresas podem ser aplicados à avaliação judicial. Bol.9/96, p.82.

²¹ Boletim IOB - *Temática Contábil e Balanços*. Os modelos de avaliação de empresas podem ser aplicados à avaliação judicial. Bol.9/96, p.83.

Modelo de Reilly

Sugerido por R.F.Reilly, parte da análise dos últimos 5 anos da empresa. Seria obtido pela soma dos fluxos de caixa e valor residual, os quais foram descontados a valor presente pelo custo de oportunidade do comprador. Seu valor seria obtido pela soma dos fluxos de caixa e do valor residual.

Modelo de Marren

Visa determinar a taxa interna de retorno estimada, baseada em três cenários. Inicia-se por projeções de capital de giro, investimentos, impostos, fluxo de caixa e por demonstrações financeiras, passando por uma análise de risco e sensibilidade, até chegar-se a taxa de retorno exigida.

Modelo de Chambers e Mullick

A empresa aqui é tratada como uma proposta de investimento de capital e a válida segundo técnicas de orçamento de capital. Destacam-se aqui os seguintes objetivos: auxiliar na mensuração do preço da empresa, considerando seu desempenho passado e futuro, evidenciar as implicações dos vários preços em termos de lucros por ação (percentual de lucro líquido e índice de preço/lucro), e propiciar estimativas dos efeitos sobre o preço (análise de risco e sensibilidade).

Modelo de Kraber

Combina o modelo de longo prazo da empresa compradora com a análise individual do candidato a aquisição, através de projeções de desempenho futuras (individual e consolidado). Conseguindo-se, assim, uma análise de aquisição nos resultados da empresa.

Modelo de Mackinsey & Co.

É o mais prestigiado no mercado, utilizando o processo “passo-a-passo” de avaliação, destacando o conceito de valor contínuo e lucro econômico para análise de empresas sem informações contábeis.

2.1.2 Métodos de avaliação de empresas

Em relação aos métodos de avaliação de empresas, o Boletim IOB - Temática Contábil e Balanços²², destaca os seguintes: patrimoniais, de renda e comparabilidade. Muitas empresas utilizam-se destes três métodos para fazerem suas avaliações, algumas até atribuem os três paralelamente, fazendo uma diferença em termos de escolha dependendo da situação.

O método patrimonial fundamenta-se no valor que será obtido pelos ativos que compõem a empresa, baseado em critérios de custo de reposição, valores de saída, valores históricos e valor de mercado.

Por sua vez, o método de renda parte da premissa de que um bem ou conjunto de bens vale o que ganha ou gera benefício para seu proprietário, com base no “pay-back” ou multiplicador de renda, valor presente de fluxo de caixa, valor presente de fluxo de lucros, taxa interna de retorno, múltiplos de vendas ou do lucro bruto.

Já o de comparabilidade consiste em encontrar transações de venda de empresas semelhantes às empresas que está sendo avaliada e utilizar este valor para diagnosticar a análise em elaboração.

A seguir serão apresentados os métodos de avaliação de empresa, composto do valor presente líquido, taxa interna de retorno, payback, avaliação patrimonial de mercado, avaliação patrimonial contábil e fluxo de caixa.

2.1.2.1 Valor Presente Líquido

A principal característica deste método é o desconto de todos os fluxos de caixa esperados a valor presente a uma determinada data, definida geralmente como início do projeto ou no momento da avaliação.

O valor presente líquido pode ser definido, segundo PORTERFIELD²³, como “o valor presente das entradas de caixa menos o valor presente das saídas de caixa (...) O valor presente de todas as saídas e entradas futuras de caixa menos o desembolso inicial”.

²² Boletim IOB - *Temática Contábil e Balanços*. Os modelos de avaliação de empresas podem ser aplicados à avaliação judicial. Bol.9/96, p.82.

²³ PORTERFIELD, James T. S. *Decisões de investimento e custo de capital*. São Paulo: Atlas, 1976, p.37.

Outras definições também são encontradas para caracterizar o valor presente líquido. MARTINS e ASSAF NETO²⁴ explicam-no como sendo a diferença entre o valor presente dos benefícios líquidos de caixas previstos e o valor presente de investimento.

LEITE²⁵, trata-o como “a diferença entre o valor presente de entradas e saídas, com uma respectiva taxa de desconto para ambas as avaliações.”

O valor presente líquido caracteriza-se pela transferência para um instante presente, todas as variações de caixa, descontadas a uma taxa mínima de atratividade.

No Boletim IOB – Temática Contábil e Balanços²⁶ é apresentada a forma de representar corretamente o valor da empresa, que não se encontre a liquidar, através da utilização do cálculo de valor presente dos resultados de caixa futuro. Este valor pode ser expresso através da seguinte fórmula matemática:

$$\text{VPL} = \left(\frac{E1}{(1+d)} + \frac{E2}{(1+d)^2} + \dots + \frac{En}{(1+d)^n} \right) - \left(S0 + \frac{S1}{(1+d)} + \frac{S2}{(1+d)^2} + \dots + \frac{Sn}{(1+d)^n} \right)$$

onde: d = taxa de desconto utilizada;

E1, E2...En = entradas de caixa nos momentos 1, 2...n; e

S0, S1, S2...Sn = saídas de caixa nos momentos 0,1, 2...n.

ROSS; WESTERFIELD e JAFFE²⁷, comentam que para fluxos de caixa longos e devido a necessidade de um período de tempo grande para resolvê-lo, precisa-se fazer algumas simplificações. Essas simplificações correspondem a quatro tipos de séries de fluxos de caixa: perpetuidade, perpetuidade crescente, anuidade e anuidade crescente.

²⁴ MARTINS, Eliseu e ASSAF NETO, Alexandre. *Administração financeira: as finanças das empresas sob condições inflacionárias*. São Paulo: Atlas, 1986, p.447.

²⁵ LEITE, Hélio de Paula. *Introdução à administração financeira*. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1994, p. 341.

²⁶ IOB – *Temática Contábil e Balanços*. Passos para avaliação de uma empresa de pequeno porte pelo método do valor presente do fluxo de caixa livre constante (1ª parte). Bol.46/96, p. 467.

²⁷ ROOS, Stephen A.; WESTERFIELD Randolph W. e JAFFE, Jeffrey F. *Administração financeira: corporate finance*. São Paulo: Atlas, 1995, p.85.

Abaixo são apresentadas as fórmulas para cada tipo de série.

Perpetuidade

“Série uniforme de fluxos de caixa de duração infinita. O valor presente de uma série perpétua é obtido pelo valor presente de todos os pagamentos futuros de juros”.

$$VPL = \frac{V}{d}$$

Perpetuidade Crescente

“Série de duração indefinida com crescimento “X” ao ano”.

$$VPL = \frac{V}{d - x}$$

Anuidade

“Série uniforme de pagamentos regulares que dura um número determinado de períodos”.

$$VPL = V \left(\frac{1}{d} - \frac{1}{d(1+d)^n} \right)$$

Anuidade Crescente

“Corresponde a um número finito de fluxos de caixa crescentes”.

$$VPL = \left(\frac{1}{d - x} - \frac{1}{d - x} \times \left(\frac{1 + x}{1 + d} \right)^n \right)$$

2.1.2.2 Taxa Interna de Retorno

MARTINS e ASSAF NETO²⁸ conceituam taxa interna de retorno como sendo “a taxa de desconto que iguala, em determinado momento de tempo, as entradas com as saídas previstas de caixa”.

²⁸ MARTINS, Eliseu e ASSAF NETO, Alexandre. *Administração financeira: as finanças das empresas sob condições inflacionárias*. São Paulo: Atlas, 1986, p.439.

O tempo a se utilizar, neste caso, é a data de início do investimento, definida no projeto.

Para SANVICENTE²⁹, taxa interna de retorno seria “a taxa de desconto que iguala o valor líquido de fluxos de caixa de um projeto a zero”, ou seja, o valor de entradas e saídas são igualados.

Já GITMAN³⁰ define taxa interna de retorno como “a taxa de desconto que iguala o valor presente das entradas de caixa ao investimento inicial referente a um projeto, resultando, desse modo, em um $VPL = \$0$ ”.

PORTERFIELD³¹ define taxa interna de retorno como sendo “a taxa de desconto (taxa de juros) que iguala o valor presente de seu fluxo de entradas de caixa com o valor presente de seu fluxo de saída de caixa”. Em outras palavras, a taxa que iguala o valor presente de todos os fluxos futuros de caixa ao investimento inicial.

Desta forma, tem-se que a taxa interna de retorno tem a função de calcular um único número que sintetize o valor do projeto, sem, contudo, haver dependência com a taxa de juros de mercado. Este valor calculado consiste na taxa interna, que dependerá dos fluxos de caixa do projeto.

A avaliação neste tipo de método se dará comparando-se a taxa interna de retorno obtida com a rentabilidade mínima exigida. Neste sentido, sendo a taxa de retorno maior que o mínimo exigido pela empresa, torna-se atraente (viável) o negócio. Caso contrário, torna-se impraticável o projeto econômico.

Cabe destacar que, mesmo sendo a taxa interna de retorno menor que a rentabilidade mínima exigida pela empresa, isto não significa que a empresa não seja lucrativa. O que acontece é que a taxa é inferior ao desejado pelo investidor ou comprador.

MARTINS e ASSAF NETO³² comentam que a taxa interna de retorno somente será verdadeira se todos os fluxos internos de caixa calculados tiverem seus valores reinvestidos à própria taxa interna de retorno calculada anteriormente.

Este pressuposto é muito importante para o processo de decisão do investidor, face algum projeto. Isto porque, alguns projetos que hoje são lucrativos, poderão deixá-lo de ser em datas posteriores, fazendo que o investidor venha a arcar com os prejuízos futuros.

²⁹ SANVICENTE, Antônio Zoratto. *Administração financeira*. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1987, p. 51.

³⁰ GITMAN, Lawrence J. *Princípios de Administração financeira*. 7.ed. São Paulo: Harba, 1997, p. 330.

³¹ PORTERFIELD, James T. S. *Decisões de investimento e custo de capital*. São Paulo: Atlas, 1976, p.32.

³² MARTINS, Eliseu e ASSAF NETO, Alexandre. *Administração financeira: as finanças das empresas sob condições inflacionárias*. São Paulo: Atlas, 1986.

Dentro desta hipótese, o retorno pode não ser suficiente pelo que espera a empresa, onde poderá arcar com compromissos financeiros futuros, levando-a a possíveis situações de insolvência.

Segundo MARTINS e ASSAF NETO³³ a taxa interna de retorno somente será verdadeira se as oportunidades futuras de investimento renderem, no mínimo, o percentual calculado inicialmente. A taxa interna de retorno pode ser calculada através da seguinte fórmula:

$$\text{TIR} = \frac{E1}{(1+r)} + \frac{E2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{En}{(1+r)^n} - S0 + \frac{S01}{(1+r)} + \frac{S2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{Sn}{(1+r)^n}$$

onde: r = taxa interna de retorno;

E1, E2...En = entradas de caixa nos momentos 1, 2...n; e

S0, S1, S2...Sn = saídas de caixa nos momentos 0,1, 2...n.

Comparando-se o método da taxa interna de retorno (TIR) com o método do valor presente líquido (VPL), pode-se dizer que a taxa interna de retorno é a taxa que faz com que o VPL torna-se nulo.

Sendo a taxa interna de retorno superior a taxa de desconto deve-se aceitar o projeto, caso contrário o projeto deverá ser rejeitado ou reavaliado.

A vantagem principal deste método consiste em considerar integralmente o valor do dinheiro no tempo, permitindo a comparação direta da rentabilidade obtida com a taxa de retorno mínima exigida pelo investidor.

2.1.2.3 Payback

Este é o método que mais é utilizado como alternativa ao valor presente líquido, tendo como característica a determinação do tempo necessário para a recuperação do investimento. Pode-se dizer que o método do payback projeta o tempo necessário para que os fluxos de caixa esperados se igualem aos desembolsos do investimento.

³³ MARTINS, Eliseu e ASSAF NETO, Alexandre. *Administração financeira: as finanças das empresas sob condições inflacionárias*. São Paulo: Atlas, 1986.

Segundo MARTINS e ASSAF NETO³⁴, o método do payback “consiste na determinação do tempo necessário para que o dispêndio de capital (valor do investimento) seja recuperado através de benefícios líquidos (fluxo de caixa) promovidos pelo investimento”.

SANVICENTE³⁵ define o período de payback como sendo “aquele número de anos ou meses, dependendo da escala utilizada, necessários para que o desembolso correspondente ao investimento inicial seja recuperado, ou ainda igualado e superado pelas entradas líquidas acumuladas”, isto é, o tempo necessário para que o fluxo de caixa acumulado torne-se positivo a partir do início do projeto.

Por sua vez PORTERFIELD³⁶ afirma que o período de payback representa “o desembolso inicial exigido, dividido pelo recebimento do período”. A divisão, aqui, fornece o número de períodos necessários à recuperação do investimento.

De acordo com OLIVEIRA³⁷, torna-se desaconselhável a utilização do método de payback como principal critério de avaliação. Isto se dá devido ao grau de risco de investimento e as incertezas que aumentam à medida que as previsões das receitas e dos custos se afastam da data zero.

O método de payback é considerado como um método alternativo ao VPL e também muito utilizado, haja vista, ser um método de uso simplificado e de baixo custo. Porém, apresenta algumas deficiências.

Para MARTINS e ASSAF NETO³⁸, “o período de payback é interpretado frequentemente como um importante indicador de nível de risco de um projeto de investimento. Quanto maior for esse prazo, maior será o risco envolvido na decisão”.

³⁴ MARTINS, Eliseu e ASSAF NETO, Alexandre. *Administração financeira: as finanças das empresas sob condições inflacionárias*. São Paulo: Atlas, 1986, p. 436.

³⁵ SANVICENTE, Antônio Zoratto. *Administração financeira*. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1987, p. 44.

³⁶ PORTERFIELD, James T. S. *Decisões de investimento e custo de capital*. São Paulo: Atlas, 1976, p.30.

³⁷ OLIVEIRA, José Alberto Nascimento de. *Engenharia econômica: uma abordagem às decisões de investimento*. São Paulo: Mc Graw-Hill do Brasil, 1982, p. 57.

³⁸ MARTINS, Eliseu e ASSAF NETO, Alexandre. *Administração financeira: as finanças das empresas sob condições inflacionárias*. São Paulo: Atlas, 1986, p. 437.

2.1.2.4 Avaliação patrimonial de mercado

Segundo NEIVA³⁹, “a avaliação patrimonial de mercado consiste na valoração do conjunto de bens que integram o ativo e na utilização do conjunto de obrigações da empresa”. Explica que a natureza dos ativos, sua origem, disponibilidade de informações e grau de confiabilidade das mesmas são os fatores de influência na avaliação dos ativos.

HENDRIKSEN apud NEIVA⁴⁰, afirma que a avaliação dos ativos depende de dois critérios:

a) Valores de saída

- recebimentos futuros de caixa descontados;
- valores correntes de saída;
- equivalente corrente de caixa;
- valores de liquidação.

b) Valores de entradas

- custo histórico;
- custos correntes de entrada;
- custos futuros descontados;
- custos padrões;
- custo direto;
- custo relevante;
- menor entre custo e mercado

O valor dos passivos será obtido mediante aplicação da matemática financeira sobre as obrigações contraídas pela empresa, trazendo essas a valor presente (data-base da avaliação).

³⁹NEIVA, Raimundo Alelaf. *Valor de mercado da empresa: modelos de avaliação econômico-financeira de empresas, exemplos de avaliação com cálculo de valores, subsídios para privatização, compra e venda, cisão, fusão e incorporação*. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1992, p. 29.

⁴⁰NEIVA, Raimundo Alelaf. *Valor de mercado da empresa: modelos de avaliação econômico-financeira de empresas, exemplos de avaliação com cálculo de valores, subsídios para privatização, compra e venda, cisão, fusão e incorporação*. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1992, p. 29.

2.1.2.5 Avaliação patrimonial contábil

A avaliação contábil considera o custo original ou histórico como base para a avaliação de um bem. Neste sentido, o valor da empresa resulta da soma dos valores atualizados dos bens, direitos, menos as obrigações da empresa, ou seja, é determinado pela apuração do patrimônio líquido.

NEIVA⁴¹ ressalta que não há reconhecimento, pelos autores, da soma algébrica dos elementos patrimoniais constantes das Demonstrações Financeiras como medida de valor para a empresa. Neste sentido, afirma que “os valores patrimoniais demonstrados através de balanços de origem contábil, podem induzir a erros de interpretação, porém com vários ajustes a serem feitos dentro do processo de análise”. Este é um, entre muitos, dos pontos que a contabilidade deve mostrar seu valor, adquirindo-se confiança em seus dados contábeis.

FALCINI⁴² destaca que, “apesar desse custo ser perfeitamente reconhecido, no momento da compra, momento no qual tal custo representa efetivamente seu valor econômico, à medida que o tempo passa, aquele custo vai se tornando cada vez mais irrelevante para a determinação do valor econômico do bem, face não só de sua depreciação, como também dos progressos tecnológicos, das condições variáveis de mercado e das variações no valor da moeda, entre outros”.

Segundo o Boletim IOB – Temática Contábil e Balanços⁴³, “os balanços são necessários por várias razões: para se saber o valor das dívidas a se subtrair do valor dos ativos e chegar-se ao valor do patrimônio líquido; para se saber quais ativos que a empresa possui, mesmo que o valor a ser atribuído a eles não seja o que consta desses balanços”.

NEIVA⁴⁴ considera que, “além das distorções causadas pela variação do poder de compra da moeda, que alteram o valor dos bens escriturados, alega-se que o patrimônio da empresa em operação deve ser considerado no seu conjunto, e não isoladamente, como fonte geradora de receita para efeito de avaliação da empresa”.

⁴¹ NEIVA, Raimundo Alelaf. *Valor de mercado da empresa: modelos de avaliação econômico-financeira de empresas, exemplos de avaliação com cálculo de valores, subsídios para privatização, compra e venda, cisão, fusão e incorporação*. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1992, p. 23.

⁴² FALCINI, Primo. *Avaliação econômica de empresas: técnica e prática – investimentos de risco, remuneração dos investimentos, geração de fundos de caixa, contabilidade por atividades e por fluxo de caixa*. São paulo: Atlas, 1992.

⁴³ Boletim IOB - *Temática Contábil e Balanços*. Por que o balanço não fornece o “valor da empresa”. Bol.18/92, p.144.

⁴⁴ NEIVA, Raimundo Alelaf. *Valor de mercado da empresa: modelos de avaliação econômico-financeira de empresas, exemplos de avaliação com cálculo de valores, subsídios para privatização, compra e venda, cisão, fusão e incorporação*. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1992, p. 23.

2.1.5.6 Fluxo de caixa descontado

Segundo o Boletim IOB – Temática Contábil e Balanços⁴⁵ “uma empresa vale pelo que se espera de seus lucros no futuro”.

Nota-se que o balanço patrimonial não pode refletir o real valor da empresa, devido ao fato de seus ativos estarem avaliados, basicamente, pelo seu preço de custo. O valor da empresa depende dos lucros que se espera que esses ativos produzirão no futuro.

De acordo com o Boletim IOB – Temática Contábil e Balanços⁴⁶ “o futuro traz incertezas que devem ser consideradas, tais como: entrada de novos concorrentes; redução no fornecimento de matéria-prima; obsolescência do produto, entre outras”.

Para GOMES⁴⁷ o valor de uma empresa depende de variáveis como sua marca, rede de distribuição, modernidade do processo de produção, seus clientes, entre outros, que possam gerar caixa.

Este conjunto de variáveis estão condensados numa metodologia, denominada fluxo de caixa descontado, que tem por função analisar o futuro da empresa, num horizonte de tempo mínimo de cinco anos, envolvendo essa análise as perspectivas de mercado, a evolução de seus custos e preços, a movimentação dos concorrentes, entre outros.

O objetivo deste método é de avaliar a capacidade de geração de caixa da empresa, isto é, consegue ela (a empresa) fazer dinheiro hoje e no futuro.

O método de fluxo de caixa descontado representa uma forma mais técnica de calcular o valor de uma empresa. Com base neste critério, a empresa vale o que ela pode gerar de lucros futuros, que seriam descontados a valor presente. Isto é, o valor da empresa é determinado com base no fluxo de caixa futuro que a empresa irá gerar, descontado a valor presente.

A metodologia consiste em calcular o fluxo de caixa ano após ano, projetando-se os resultados a uma determinada taxa de crescimento. Logo após, aplica-se uma taxa de desconto, trazendo a valor presente os resultados dessa projeção, obtendo-se, assim, o valor da empresa.

⁴⁵ Boletim IOB - *Temática Contábil e Balanços*. Por que o balanço não fornece o “valor da empresa”. Bol.18/92, p.145.

⁴⁶ Boletim IOB - *Temática Contábil e Balanços*. Os modelos de avaliação de empresas podem ser aplicados à avaliação judicial. Bol.9/96, p.84.

⁴⁷ GOMES, Maria Tereza. Quanto vale sua empresa? *Revista Exame*. São Paulo: nº 14, 03/jul/96, p. 52.

Ao projetar-se o valor de lucros futuros, estaria se levando em consideração todo o esforço de vendas e redução de custos, a política de negócios, de marketing, a eficiência do pessoal de vendas, ou do gerente financeiro para aplicar os recursos disponíveis, ou do engenheiro de produção.

Todo esse esforço estaria, então, sendo considerado como parte dos lucros futuros. Portanto, o valor do goodwill representado pela marca, pelo fundo de comércio, pela qualidade da gerência, ou pela carteira de clientes, já estaria sendo considerado como parte do lucro futuro.

O método de fluxo de caixa descontado apresenta basicamente duas dificuldades para a sua execução: a determinação da taxa de desconto para trazer os fluxos projetados a valor presente, e o percentual utilizado para a elaboração dessas projeções.

Pode-se, também, citar como fontes importantes para determinação do percentual de projeção, a tendência da história de empresas concorrentes e seu futuro, em que setor ela opera, órgãos de classe ou o governo, empresas similares no exterior, a tendência do mercado e como fonte interna a tendência da própria empresa.

A taxa de desconto (ou taxa de oportunidade) pode ser obtida através de comparação com uma aplicação no mercado financeiro que irá render um percentual “x” e ainda se o investidor estiver disposto a correr o risco, precisará de uma remuneração adicional.

O fluxo de caixa pode ser preparado através das demonstrações contábeis publicadas pelas sociedades anônimas. Por esta razão é muito utilizada pelos investidores, pois além da facilidade de aplicação também evidencia o comportamento financeiro da empresa.

DAMODARAN⁴⁸ considera sua abordagem “na regra do “valor presente”, onde o valor de qualquer ativo é o valor presente dos fluxos de caixas futuros esperados, relativo aquele ativo”, expressados pela seguinte fórmula:

$$\text{Valor Presente} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FC_t}{(1+r)^t}$$

Onde: n = vida útil do ativo

FC_t = Fluxo de caixa no período t

r = taxa de desconto refletindo o juro e o risco inerente aos fluxos de caixa estimados

⁴⁸ DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

Para se fazer a avaliação através do fluxo de caixa descontado, pode-se percorrer dois caminhos: o primeiro seria avaliar pressupondo-se apenas a participação acionária, isto é, os investidores tem direito a quaisquer valores excedentes após liquidação de suas obrigações financeiras. E a segunda seria através, não só da participação acionária, mas por todas as participações que compõem o patrimônio líquido da empresa, neste caso seriam os valores de fluxo de caixa que sobram após o pagamento de despesas operacionais e impostos e antes de pagamentos a detentores de direitos (acionistas).

Abaixo são mostradas as fórmulas correspondentes às duas alternativas:

$$\text{Valor do patrimônio líquido} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FC_{doAcionista}}{(1 + k_e)^t}$$

Onde: $FC_{doAcionista}$ = Fluxo de caixa esperado pelo acionista

k_e = Custo do patrimônio líquido

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

Onde: $FC_{daEmpresa}$ = Fluxo de caixa da empresa esperado

$CMPC$ = Custo médio ponderado do capital (ou “WACC – Weighted Average Cost of Capital”)

Em continuidade, temos:

Estimativas de taxas de desconto (Custo de capital)

Para se estimar a taxa de desconto através do custo médio ponderado de capital, deve-se, primeiramente, determinar o custo de capital de terceiros e o custo do capital próprio.

Custo do capital de terceiros

Conforme registrado por ROSS; WESTERFIELD e JAFFE⁴⁹ “o custo de capital de terceiros é a taxa de captação da empresa” e pode ser determinado pela seguinte fórmula:

$$CCT = r_B * (1 - TC)$$

Onde: CCT = custo do capital de terceiros

r_B = taxa de captação da empresa (juros de empréstimos ao ano)

TC = alíquota do imposto de renda

Custo do capital próprio

Segundo CLEMENTE⁵⁰ “o custo do capital próprio é obtido por meio do CAPM – Capital Asset Pricing Model, que é um modelo de equilíbrio de ativos financeiros, sob hipóteses de mercado perfeito” e pode ser determinado pela seguinte fórmula:

$$CCP = Rf + (Rm - Rf) * \beta$$

Onde: CCP = custo do capital próprio (retorno exigido)

Rf = retorno (taxa) livre de risco (pode ser representada pelo retorno da caderneta de poupança)

Rm = taxa de retorno esperada da carteira de mercado (pode ser utilizado o rendimento de um portfólio)

$(Rm - Rf)$ = prêmio de risco de mercado

β = risco sistemático / mercado (oscilação da rentabilidade do ativo em relação ao mercado)

Para o modelo CAPM são necessários a estimativa dos três fatores relacionados: taxa livre de risco (Rf), taxa de retorno esperada da carteira de mercado (Rm) e o risco sistemático/mercado (β).

⁴⁹ ROOS, Stephen A.; WESTERFIELD Randolph W. e JAFFE, Jeffrey F. *Administração financeira: corporate finance*. São Paulo: Atlas, 1995, p.253.

⁵⁰ CLEMENTE, Ademir et al. *Projetos empresariais e públicos*. São Paulo: Atlas, 1998, P.202.

Custo médio ponderado de capital

O custo médio ponderado de capital (CMPC) ou “Weighted Average Cost of Capital – WACC”, resulta-se da média ponderada dos custos de capital próprio e do capital de terceiros.

$$CMPC = \left(\frac{S}{S + B} \right) * CCP + \left(\frac{B}{S + B} \right) * CCT$$

Onde: CMPC = Custo Médio Ponderado de Capital
 (S/ S+B) = proporção do capital próprio
 (B/ S+B) = proporção do capital de terceiros
 CCP = custo do capital próprio determinado
 CCT = custo capital de terceiros determinado

2.1.3 Projeção de resultados

A projeção de resultados é conceituada por FERREIRA⁵¹ como a situação prévia do que se deseja, dadas certas variáveis possíveis de ocorrer, e compreendendo todo o período que se deseja conhecer para o alcance de objetivos.

A projeção de resultados auxilia, na contabilidade, para a tomada de decisões futuras, utilizando-se resultados alcançados para a aplicação de ações preventivas como redimensionamento da política de investimentos, correções na política de vendas, controle da política de compras e de estocagem, auxiliando ainda na elaboração do orçamento e em outras medidas com objetivos estratégicos.

PADOVESE⁵² afirma que, com o desenvolvimento da ciência contábil, além de tratar de informações já ocorridas de acordo com o sistema de escrituração, as técnicas e procedimentos de análise contribuíram para possibilitar o uso dos dados contábeis como ferramenta de informações preditivas, constituindo a contabilidade um sistema de apoio a administração através de técnicas de orçamentos e projeções.

⁵¹ FERREIRA, Genival. *Modelo de projeção de balanços: um enfoque gerencial*. Olinda: Raiz, 1994, p.18.

⁵² PADOVESE, Clóvis Luís. *Contabilidade gerencial: um enfoque do sistema de informação contábil*. São Paulo: Atlas, 1994, p.331.

Desta forma, FERREIRA⁵³ diz que é de grande importância para a elaboração da projeção de resultados, que a gestão empresarial admita as variações de cenários possíveis de ocorrerem, os quais são normalmente conceituados em otimistas, pessimistas e realistas.

O cenário otimista, pode-se dizer que é um cenário com premissas de se produzirem resultados ótimos e inquestionáveis.

No pessimista, o cenário econômico altera as variáveis do modelo de projeção, questionando a possibilidade da queda de vendas, aumento de custos, entre outros.

Já no realista, encontra-se o chamado “processo de simulação”, que ajuda no modelo de projeção. A projeção de vários resultados estimula políticas de relação à otimização, ou a um resultado projetado menos ruim.

⁵³ FERREIRA, Genival. *Modelo de projeção de balanços: um enfoque gerencial*. Olinda: Raiz, 1994, p.26.

CAPÍTULO 3

Neste capítulo, serão abordados, primeiramente, o panorama do setor elétrico brasileiro onde está inserida a empresa estudada, o papel da transmissão dentro deste setor e alguns aspectos relacionados ao processo de avaliação da empresa.

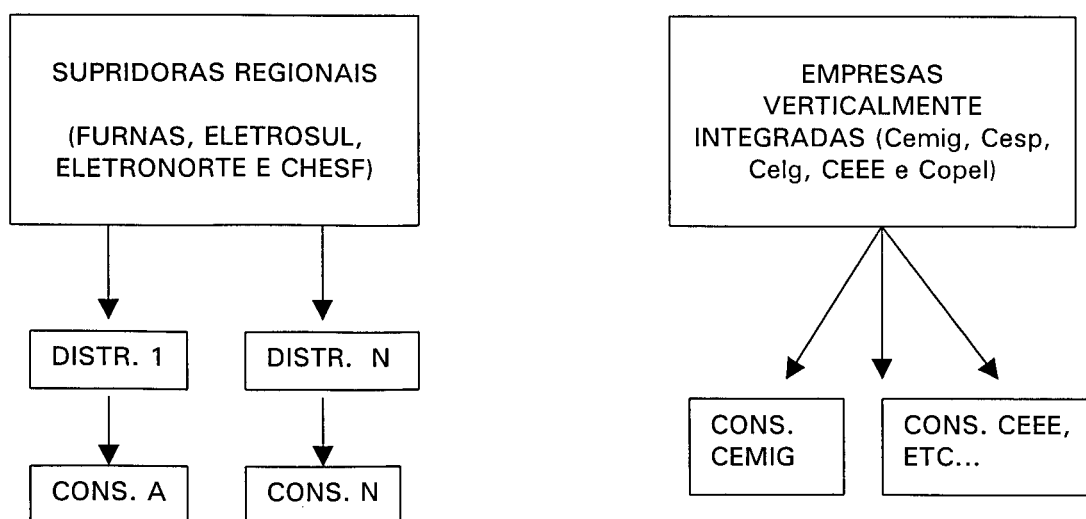
3.1 O SETOR ELÉTRICO NACIONAL

O setor elétrico apresenta-se com um modelo muito peculiar, pois predomina a forma de geração hidráulica (95%). Composta por usinas e reservatórios de grande porte, estas estão localizadas em diferentes bacias hidrográficas, entretanto, são interdependentes entre si.

Por ser um país de grande área territorial, suas unidades geradoras necessitam de um grande sistema de linhas de transmissão. Existiam antes da reestruturação do modelo elétrico, dois sistemas interligados: Sul/Sudeste/Centro-Oeste e Norte/Nordeste.

Era uma estrutura mista, formada por diversas empresas atuando em segmentos específicos e verticalmente integradas, constituídas basicamente por empresas estatais federais e estaduais, cuja operação e expansão exigia um planejamento centralizado. A figura 1 apresenta a estrutura do setor elétrico brasileiro, antes da reestruturação do setor.

Figura 1 - Estrutura tradicional do setor elétrico brasileiro



Observa-se que quatro empresas regionais eram subsidiárias da ELETROBRÁS: Furnas, Eletrosul, Eletronorte e Chesf e que correspondiam a 38% da energia disponível. Não obstante, haviam cinco empresas de propriedade dos estados e verticalmente integradas: Cemig, Cesp, Celg, CEEE e Copel, atuantes na parte de geração, transmissão e distribuição e que eram responsáveis pela produção de 30% da eletricidade disponível. O restante é produzido pela Itaipu Binacional (25%) e pelos Autoprodutores independentes.

A Eletrobrás atua como empresa Holding e agente financeiro do setor, além da responsabilidade de funções de coordenador, como a coordenação do GCOI – Grupo Coordenador para Operação Interligada (responsável pelo planejamento e coordenação de curto e longo prazo do sistema) e pelo GCPS – Grupo Coordenador de Planejamento do Sistema Elétrico (responsável pelo planejamento de geração e transmissão em curto e médio prazos).

Tem-se como órgão do Ministério das Minas e Energia, a Secretaria de Energia, que é responsável pela elaboração da política energética do país. Até dezembro de 1997, o DNAEE – Departamento Nacional de Águas e Energia Elétrica era o órgão regulador, até tomar posse a então diretoria da ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica, que, de acordo com a Lei 9.427/96 passou a ser o novo agente regulador.

O Setor Elétrico Brasileiro vem passando atualmente por profundas transformações, entre elas, o projeto de reestruturação, conduzido pelo Ministério das Minas e Energia/Secretaria de Energia e Eletrobrás, com apoio de consultoria especializada, visando permitir ao Governo concentrar-se em suas funções de elaboração de políticas energéticas e de regulamentação, transferindo para o setor privado a responsabilidade da operação e do investimento. Dentre os principais pontos já estabelecidos, destacam-se:

- a) “reestruturação do órgão regulador através da criação da Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL);
- b) criação do Mercado Atacadista de Energia (MAE) para compra e venda de energia em grosso;
- c) criação do Operador Nacional do Sistema (ONS);
- d) definição da Rede Básica e critérios de tarifação do transporte de energia; novo papel da Eletrobrás;
- e) cisão da Eletrosul em transmissão e geração com venda dos ativos de geração”⁵⁴.

⁵⁴ CENTRAIS ELÉTRICAS DO SUL DO BRASIL S.A. - ELETROSUL. Informações Básicas. Florianópolis, 1998.

De um modelo, onde os Governos Estadual e Federal construíam e operavam a geração, a transmissão, a distribuição e a comercialização de energia elétrica, passou-se para um sistema orientado pelo mercado, com o objetivo de expandir a oferta a preços atrativos para o consumidor, dentro dos padrões de qualidade e segurança.

A partir disto, o serviço de energia elétrica será dividido em seus segmentos principais: geração, transmissão, distribuição e comercialização, seja contabilmente, seja pela criação de empresas separadas”.

A transmissão será constituída por ativos de tensão maior ou igual a 230 kV que formam a Rede Básica, e outros ativos de transmissão que atendam exclusivamente as necessidades de usuários específicos do sistema de transmissão.

As demais empresas do Sistema ELETROBRÁS foram também separadas em empresas de geração, para serem futuramente privatizadas, e as de transmissão que deverão continuar sob o controle do Governo.

3.2 O PAPEL DA ELETROSUL NO NOVO CONTEXTO

No novo contexto do Setor Elétrico Brasileiro, o papel da transmissão reveste-se de um caráter estratégico para os estados da Região Sul, tendo em vista as diversas funções exercidas, quais sejam:

- “integrar os mercados consumidores às fontes de produção de energia;
- viabilizar a otimização da produção de energia nas bacias que interliga;
- garantir o livre acesso de produtores e consumidores ao sistema de transmissão;
- viabilizar a importação de energia elétrica do Mercosul, aumentando a oferta de mercado;
- garantir a qualidade de energia nos pontos de suprimento”⁵⁵.

A ELETROSUL é uma das subsidiárias da Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - ELETROBRÁS, tendo um papel expressivo na “integração eletroenergética, econômica e política dos Estados do Rio Grande do Sul, Santa Catarina, Paraná e Mato Grosso do Sul, além da Região Sudeste e Mercosul.

⁵⁵ CENTRAIS ELÉTRICAS DO SUL DO BRASIL S.A. - ELETROSUL. Informações Básicas. Florianópolis, 1998.

Criada em 1968, foi idealizada para implantar empreendimentos que tivessem o porte e a capacidade de sustentar o desenvolvimento econômico nas regiões em que atua, onde residem aproximadamente 26 milhões de pessoas, distribuídas em uma área de 928.271 quilômetros quadrados, representando 16,2% e 10,9%, respectivamente, da população e da área do Brasil.

Em seus 30 anos de existência, extensa infra-estrutura foi criada em instalações de geração e transmissão, demonstrando a competência no cumprimento de sua missão. Devido à reforma institucional do Setor Elétrico Brasileiro, onde novas bases para seu crescimento foram buscadas através da desverticalização e da quebra do monopólio estatal na atividade de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica, em fins de 1997, a Eletrosul teve redefinido seu papel perante a sociedade.

Atualmente, sua principal atribuição é o transporte de energia elétrica em alta e extra-alta tensão, provendo o adequado suporte para o crescimento do mercado regional, interligações com o Mercosul e intercâmbios com a Região Sudeste.

Em sua área de atuação destaca-se um parque gerador com as mais altas taxas de disponibilidade do setor elétrico, que aliado à robustez do sistema de transmissão, elege a região de atuação da Eletrosul como preferencial para instalação de grandes consumidores que buscam confiabilidade e qualidade no fornecimento de energia elétrica.

Além das fontes de geração regionais, e diversificando as possibilidades de suprimento de energia elétrica, a Eletrosul é pioneira na integração energética com os países membros do Mercosul, através da implantação, em 1996, da Estação Conversora de Frequência de Uruguaiana (RS), de 50MW, que interliga a empresa ao sistema de transmissão de energia elétrica da Argentina.

Dois novos projetos em andamento ampliam esta condição:

- com o Uruguai, próximo à fronteira das cidades de Santana do Livramento (RS) e Rivera (Uruguai), através da implantação, no ano 2000, da Estação Conversora de Frequência de Rivera, de 70MW.
- com a Argentina, próximo à localidade de Garruchos (RS), através da implantação, no ano 2000, da estação conversora de frequência de 1000MW (empreendimento privado), a qual interconecta-se, através de uma linha de transmissão 500kV associada, com a Subestação Itá 500kV (SC).

Estudos conjuntos entre Brasil e Uruguai indicam a viabilidade de uma nova interligação em até 500MW, destacando-se este projeto pela inédita presença de um agente comercializador binacional como produtor, demonstrando a flexibilidade existente nas possibilidades de negócios deste recém criado setor elétrico de transmissão.”⁵⁶

3.3 AVALIAÇÃO ECONÔMICA – O CASO ELETROSUL

Em continuidade ao processo de privatizações elaborado pelo governo, através do decreto nº 1.481, de 03 de maio de 1995, as empresas que compunham o sistema ELETROBRÁS, iniciaram, de fato, o Programa Nacional de Desestatização, proposto pelo governo.

A partir do momento de cisão das empresas do grupo ELETROBRÁS, outras empresas de geração e transmissão de energia, passaram a ser criadas através de cisão, incorporação, redução de capital, todas a partir da reestruturação das empresas: Eletrosul, Furnas, Chesf e Eletronorte.

Em relação a esta reestruturação, a Eletrosul – Centrais Elétricas do Sul do Brasil S.A., empresa de geração e transmissão de energia, cindiu-se, vindo a formar uma nova empresa: GERASUL – Centrais Geradoras do Sul do Brasil S.A.

Antes da sua segregação, seu balanço patrimonial, levantado em 30 de novembro de 1997, apresentava um ativo total de R\$ 6.560.754.406,66 (seis bilhões, quinhentos e sessenta milhões, setecentos e cinqüenta e quatro mil, quatrocentos e seis reais e sessenta e seis centavos) e seu patrimônio líquido de R\$ 5.023.044.885,28 (cinco bilhões, vinte e três milhões, quarenta e quatro mil, oitocentos e oitenta e cinco reais e vinte e oito centavos). Suas receitas somavam R\$ 955 milhões, em 30 de novembro de 1997.

No processo de cisão, a separação de ativos se tornou um pouco complexa, principalmente no que diz respeito a dívida, já que esta seria alocada na empresa a ser privatizada. No entanto, os dados contábeis na empresa, devido sua confiabilidade e centralização, permitiram que a cisão se efetuassem, resultando em empresas viáveis, a partir dos critérios estabelecidos pelo governo para o processo de cisão.

⁵⁶ Centrais Elétricas do Sul do Brasil S.A. - ELETROSUL. Informações Básicas. Florianópolis, 1998.

Na cisão da Eletrosul, a atividade de geração foi segregada e suas usinas foram transferidas para a iniciativa privada, dando origem a uma nova empresa - GERASUL.

Cabe ressaltar, que a participação da ELETROBRÁS na ELETROSUL – Empresa Transmissora de Energia Elétrica do Sul do Brasil S.A., é da ordem de 99,71%. O Governo, conforme recomendação das empresas de consultoria, manteve a mesma estrutura acionária existente antes da efetivação da cisão.

O processo de avaliação de empresas, de um modo geral, é objeto de estudo e análise primordial dentro de uma empresa. No que se refere à Eletrosul, esta se deu por motivos estratégicos por parte do governo, abrangendo dois fatos: privatização das empresas federais e desverticalização do setor.

Para esses dois fatos, é importante registrar que, no caso de uma privatização, o que o governo busca é a maximização da receita, através de fluxo de caixa com resultados vantajosos. Já para a desverticalização da empresa, torna-se fator decisivo a cisão desta.

Evidentemente que em consonância a estes, também existe fatores econômicos, políticos e sociais, que contribuíram para a efetivação deste processo.

A Eletrosul, após ser incluída no PND – Programa Nacional de Desestatização, bem como outras empresas integrantes do sistema ELETROBRÁS, e em atendimento ao disposto no § 2º do artigo nº 229 da Lei nº 6.404/76, que estabelece condições para o processo de cisão; se fez necessário deflagrar um edital de licitação, onde resultou na contratação de dois serviços (A e B).

O serviço A era composto pelo “Consórcio Deutsche Morgan Grenfell, Fator e Themag engenharia e o serviço B por Graphus, Robert Fleming, Dredner Kleinwort Benson, Stone & Webster, Jaakko Pöyry Engenharia e Copem Engenharia⁵⁷”.

Com um capital social de R\$ 946.956.424,43 (novecentos e quarenta e seis milhões, novecentos e cinquenta e seis mil, quatrocentos e vinte e quatro reais e quarenta e três centavos), divididos em 42.707.094 (quarenta e dois milhões, setecentos e sete mil e noventa e quatro) ações ordinárias nominativas sem valor nominal, após sua cisão e transferindo-se o valor calculado para a constituição da nova sociedade, o novo valor de capital social passou a ser de R\$ 279.071.729,79 (duzentos e setenta e nove milhões, setenta e um mil, setecentos e vinte e nove reais e setenta e nove centavos) em ações ordinárias nominativas, divididas nas mesmas proporções anteriormente.

⁵⁷ Fonte: SANTOS, Nivaldo dos. *Análise do uso da informação contábil para fins gerenciais: O caso da avaliação econômico-financeira da Gerasul*. Florianópolis, 1999, Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) - Universidade Federal de Santa Catarina.

A disponibilidade de informações constitui-se fator decisivo, quando da necessidade de se avaliar os ativos de uma empresa. Sendo assim, os valores considerados na avaliação, tanto os registros de ativos como provisões no passivo, foram reavaliados e confirmados pelos consórcios.

Também tiveram tratamento técnico específico, através de registros históricos, os valores de receita e despesa. Itens relevantes para a projeção do fluxo de caixa descontado.

É correto afirmar que não existe um modelo “melhor” para avaliar uma empresa. Mas, no caso em referência o modelo de avaliação adotado, se fez melhor para atender as características de uma empresa que se encontrava em processo de cisão e necessitava de uma avaliação de seus ativos.

O preço de venda de uma empresa, utilizando-se o método de fluxo de caixa descontado, conforme o edital de Licitação e do decreto 1.204/94, era evidenciado conforme Quadro 1.

Quadro 1 – Cálculo do Valor Econômico da Empresa

Valor do objeto de venda	=	Valor presente do fluxo de caixa livre
	-	Valor atual das dívidas
	+	Valor atual dos ativos não-operacionais

Fonte: SANTOS, Nivaldo dos. *Análise do uso da informação contábil para fins gerenciais: O caso da avaliação econômico-financeira da Gerasul*. Florianópolis, 1999, Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) - Universidade Federal de Santa Catarina.

Conforme laudo de avaliação da parcela do patrimônio líquido da Eletrosul, pela empresa Arthur Andersen, os saldos contábeis representativos a bens, direitos e obrigações, além dos critérios de avaliação, balanço patrimonial, se fizeram dentro do estabelecido pelos princípios de contabilidade.

Após processo de avaliação técnico-operacional de ativos da empresa, necessário para que se fizesse a transferência de parte do patrimônio para a nova empresa, realizado pela empresa Arthur Andersen, o montante do ativo total, da Eletrosul, que era de R\$ 6,56 bilhões passou a ser de R\$ 1,69 bilhões. Seus Passivos eram de R\$ 1,53 bilhões, passando a R\$ 240 milhões e seu Patrimônio Líquido de R\$ 5,02 bilhões para R\$ 1,45 bilhões, aproximadamente, conforme Anexo 1.

4 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Este trabalho teve como objetivo geral, demonstrar a metodologia utilizada no processo de cisão da Eletrosul, em comparação com os métodos preconizados na literatura sobre o tema.

Ficou evidente que, com relação ao processo de avaliação de uma empresa, o assunto é complexo, devido as muitas particularidades existentes, sendo assim, não existe um método “melhor” do que outro, e sim o que melhor se adapta à necessidade no momento da avaliação.

Um fator muito importante no processo de avaliação e que é registrado na literatura existente, são as etapas que cada processo deve percorrer antes de se fazer qualquer análise da empresa.

O nosso entendimento, após a conclusão do trabalho é de que a avaliação da Eletrosul foi elaborada em conformidade com a bibliografia especializada, tendo contribuído de forma bastante positiva, o fato da empresa ter todas as informações contábeis necessárias organizadas de forma adequada.

Percebeu-se, também, que o valor de uma empresa dependerá de muitos fatores, como: o método utilizado, os critérios empregados, as características de mercado, além da própria característica da empresa.

Entre os métodos apresentados pela bibliografia para a avaliação de empresa, o trabalho, em conformidade com o objetivo geral, deixou evidente a utilização do Método Fluxo de Caixa Descontado, fundamentando-se no valor dos ativos que compõem a empresa, até chegar no valor da mesma.

Considerando o que foi exposto pelo objetivo e em consonância com a pergunta formulada no início do trabalho, verificou-se que a metodologia aplicada no processo de cisão da empresa, realmente está alicerçada em base teórica e as informações contábeis constituem elementos determinantes para o processo de avaliação.

Recomenda-se que trabalhos posteriores, relacionados ao tema de pesquisa, isto é, a avaliação de empresas por processos de cisão, incorporação ou fusão, fossem avaliados desde seu processo inicial, analisando os mais variados métodos, caso fosse possível, comparando-se os valores encontrados em cada método e pelas mais variadas empresas.

Fica também a sugestão que se venha a fazer a análise em empresas de outros setores, como de telecomunicações. Mostrando, desta forma, a importância da contabilidade e de suas informações para a tomada de decisões, quando do processo de avaliação de empresa.

5 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- CENTRAIS ELÉTRICAS DO SUL DO BRASIL S.A. - ELETROSUL. Informações Básicas. Florianópolis, 1998.
- CLEMENTE, Ademir et al. *Projetos empresariais e públicos*. São Paulo: Atlas, 1998.
- DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.
- FALCINI, Primo. *Avaliação econômica de empresas: técnica e prática – investimentos de risco, remuneração dos investimentos, geração de fundos de caixa, contabilidade por atividades e por fluxo de caixa*. São paulo: Atlas, 1992.
- FERREIRA, Genival. *Modelo de projeção de balanços: um enfoque gerencial*. Olinda: Raiz, 1994.
- FILOMENA, Sérgio Fernando Elsenbrush. Contabilização da cisão em uma entidade da administração pública regida pela lei nº 4.320-64. *Revista do Conselho Regional de Contabilidade do Rio Grande do Sul*, Porto Alegre, v.26, n.90, p. 35-45, Jul-Set. 1997.
- GITMAN, Lawrence J. *Princípios de Administração financeira*. 7.ed. São Paulo: Harba, 1997.
- GOMES, Maria Tereza. Quanto vale sua empresa? *Revista Exame*. São Paulo: nº 14, p. 52 a 54, 03/jul/96.
- GIL, A. C. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1993.
- IOB - *Temática Contábil e Balanços*. Avaliando a empresa (I). Bol. 10/98, p. 1-6.
- IOB - *Temática Contábil e Balanços*. Avaliando a empresa (II). Bol. 11/98, p. 1-6.
- IOB - *Temática Contábil e Balanços*. Os modelos de avaliação de empresas podem ser aplicados à avaliação judicial? Bol. 9/96, p. 85-80.
- IOB - *Temática Contábil e Balanços*. Por que o balanço não fornece o “valor da empresa”. Bol.18/92, p.146-143.
- IOB - *Temática Contábil e Balanços*. Passos para avaliação de uma empresa de pequeno porte pelo método do valor presente do fluxo de caixa livre constante (1ª parte). Bol.46/96, p. 468-462.
- IOB - *Temática Contábil e Balanços*. Passos para avaliação de uma empresa de pequeno porte pelo método do valor presente do fluxo de caixa livre constante (2ª e última parte). Bol.47/96, p. 479-473.
- IOB - *Temática Contábil e Balanços*. Algumas considerações sobre o valor efetivo de empresa. Bol.24/97.

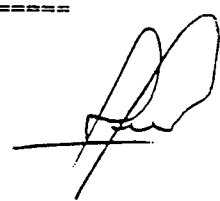
- IOB - *Temática Contábil e Balanços*. Algumas considerações sobre o valor efetivo de empresa. Bol. 19/92.
- LAKATOS, E. M. e MARCONI, M. de A. *Técnicas de pesquisa*. São Paulo: Atlas, 1985.
- LAKATOS, E. M. e MARCONI, M. de A. *Metodologia científica*. São Paulo: Atlas, 1992.
- LAKATOS, E. M. e MARCONI, M. de A. *Metodologia do trabalho científico*. São Paulo: Atlas, 1992.
- LEITE, Hélio de Paula. *Introdução à administração financeira*. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1994.
- MARTINS, Eliseu e ASSAF NETO, Alexandre. *Administração financeira: as finanças das empresas sob condições inflacionárias*. São Paulo: Atlas, 1986
- NEIVA, Raimundo Alelaf. *Valor de mercado da empresa: modelos de avaliação econômico-financeira de empresas, exemplos de avaliação com cálculo de valores, subsídios para privatização, compra e venda, cisão, fusão e incorporação*. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1992.
- OLIVEIRA, José Alberto Nascimento de. *Engenharia econômica: uma abordagem às decisões de investimento*. São Paulo: Mc Graw-Hill do Brasil, 1982.
- PADOVESE, Clóvis Luís. *Contabilidade gerencial: um enfoque do sistema de informação contábil*. São Paulo: Atlas, 1994.
- PORTERFIELD, James T. S. *Decisões de investimento e custo de capital*. São Paulo: Atlas, 1976.
- ROOS, Stephen A.; WESTERFIELD Randolph W. e JAFFE, Jeffrey F. *Administração financeira: corporate finance*. São Paulo: Atlas, 1995.
- RUIZ, João Alvaro. *Metodologia científica: guia para eficiência nos estudos*. São Paulo: Atlas, 1982.
- SALOMON, D. V. *Como fazer uma monografia: elementos de metodologia do trabalho científico*. 6.ed. Belo Horizonte: Interlivros, 1977.
- SANTOS, Nivaldo dos. *Análise do uso da informação contábil para fins gerenciais: O caso da avaliação econômico-financeira da Gerasul*. Florianópolis, 1999, Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) - Universidade Federal de Santa Catarina.
- SANVICENTE, Antônio Zoratto. *Administração financeira*. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1987.
- TRIPODI, T.; FELLIN, P. e MEYER, H. *Análise da pesquisa social*. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1981.
- TRIVINOS, Augusto N. S. *Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação*. São Paulo: Atlas, 1995.

ANEXO 1

**Balanço Patrimonial em 30 de Novembro de 1997
Da Eletrosul, conforme análise da Arthur Andersen**

BALANÇO PATRIMONIAL EM 30 DE NOVEMBRO DE 1997
(Valores expressos em Milhares de Reais)

	SALDO CONTÁBIL EM 30/11/97	PARCELA A SER VERTIDA	PARCELA REMANESCENTE
ATIVO			
CIRCULANTE:			
Numerário disponível	33.575		33.575
Revendedores	172.784	17.065 ✓	155.719
Créditos renegociados	36.076		36.076
Créditos da CCC	14.643		14.643
Desativações e alienações	4.272		4.272
Tributos e contribuições a recuperar	7.249	7.249 ✓	
Almoxarifado	8.275	2.305 ✓	5.970
Rendas a Receber	1.260		1.260
Créditos com empregados	1.053	426	627
Créditos com fornecedores	54		54
Cauções e depósitos	2	2	
Créditos por serviços prestados	2.642		2.642
Outros créditos	3.709		3.709
Despesas antecipadas:			
Seguros	662	662	
Folha de pagamento	2.279	974	1.305
Total do circulante	288.535	28.683	259.852
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO:			
Créditos renegociados	167.362		167.362
Concessões a licitar	266.229	266.229 ✓	
Depósitos vinculados a litígios	10.440	10.440	
Empréstimos compulsórios	1.286		1.286
Outros	5.644		5.644
Total do realizável a longo prazo	450.961	276.669	174.292
PERMANENTE:			
Investimentos			
Participações societárias	161		161
Bens e direitos de uso futuro	4.335	1.381	2.954
Estudos de projetos	7.034	5.538	1.496
Outros investimentos	2.019	514	1.505
Imobilizado			
Em serviço	3.630.584	2.471.711	1.158.873
Em curso	2.173.185	2.087.683	85.502
Diferido	3.940		3.940
Total do ativo permanente	5.821.258	4.566.827	1.254.431
TOTAL DO ATIVO	6.560.754	4.872.179	1.688.575



BALANÇO PATRIMONIAL EM 30 DE NOVEMBRO DE 1997
(Valores expressos em Milhares de Reais)

	SALDO CONTÁBIL EM 30/11/97	PARCELA A SER VERTIDA	PARCELA REMANESCENTE
PASSIVO			
CIRCULANTE:			
Fornecedores energia	100.495		100.495
Fornecedores de material e serviços	34.365		34.365
Folha de pagamento	17.831		17.831
Empréstimos e financiamentos	144.992	131.980 ✓	13.012
Tributos e contribuições sociais	32.043	32.043	
Fundação ELOS - consignações	3.227		3.227
Provisões trabalhistas	17.170	7.023	10.147
Provisão para contingências trabalhistas	19.360	5.952	13.408
Provisão para contingências tributárias	29.121	29.121	
Provisão para Fundação ELOS	21.134	8.644	12.490
Provisão para demissão voluntária	636		636
Outras obrigações estimadas	554		554
RGR	11.102	11.102	
Compensação financeira-recursos hídricos	3.491	3.491	
Fiel depositário - ações judiciais	6.464		6.464
Outros	5.091		5.091
Total do circulante	447.076	229.356	217.720
EXIGÍVEL A LONGO PRAZO:			
Fornecedores - retenções contratuais	8.364		8.364
Empréstimos e financiamentos	952.474	949.637 ✓	2.837
Tributos e contribuições sociais	70.563	70.563	
Outros	1.412		1.412
Total do exigível a longo prazo	1.032.813	1.020.200	12.613
OBRIGAÇÕES ESPECIAIS	57.820	54.018	3.802

BALANÇO PATRIMONIAL EM 30 DE NOVEMBRO DE 1997
(Valores expressos em Milhares de Reais)

	SALDO CONTÁBIL EM 30/11/97	PARCELA A SER VERTIDA	PARCELA REMANESCENTE
PATRIMÔNIO LÍQUIDO			
Capital Social	946.956	667.885 ✓	279.072
Reservas de Capital			
Doações e subvenções p/ investimentos	2.548.926	1.797.748 ✓	751.178
Rem.bens direitos constituídos capital próprio	1.074.971	883.289 ✓	191.682
Outras reservas de capital	67.507	47.612 ✓	19.895
Reservas de Lucros			
Reserva legal	4.391	3.097 ✓	1.294
Recursos destinados aumento de capital	94.576		94.576
Lucros acumulados	239.579	168.974 ✓	70.605
Resultado do Período	46.137		46.137
Total do Patrimônio Líquido	5.023.045	3.568.605	1.454.440
TOTAL DO PASSIVO	6.560.754	4.872.179	1.688.575

Balanço Patrimonial em 31 de Dezembro de 1997
Eletrosul

CENTRAIS ELÉTRICAS DO SUL DO BRASIL S.A. - ELETROSUL

CGC Nº 00.073.957/0001-68

BALANÇO PATRIMONIAL EM 31 DE DEZEMBRO

(em milhares de reais)

ATIVO	LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA	
	1997	1996
CIRCULANTE		
Numerario disponível	23.508	14.635
Revendedores	179.300	197.842
Créditos de energia renegociados	34.704	37.359
Créditos da conta consumo de combustível	74	7.753
Concessionário de energia elétrica - mútuo	36.275	-
Desativações, alienações e serviços em curso	2.526	8.878
Tributos e contribuições sociais a recuperar	-	6.991
Almoxarifado	2.542	5.132
Despesas pagas antecipadamente	784	1.000
Outros	9.677	16.487
	<u>290.390</u>	<u>298.096</u>
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO		
Créditos de energia renegociados	168.840	156.456
Concessões a licitar	-	387.278
Depósitos vinculados a litígios	28	4.271
Créditos fiscais compensáveis	11.514	-
Outros	7.293	3.011
	<u>187.675</u>	<u>551.016</u>
PERMANENTE		
Investimentos	4.893	20.957
Imobilizado	1.239.315	5.693.036
Diferido	3.844	12.034
	<u>1.248.052</u>	<u>5.726.027</u>
TOTAL DO ATIVO	<u>1.726.117</u>	<u>6.575.139</u>

As notas explicativas são parte integrante das demonstrações contábeis.

CENTRAIS ELÉTRICAS DO SUL DO BRASIL S.A. - ELETROSUL

CGC Nº 00.073.957/0001-68

BALANÇO PATRIMONIAL EM 31 DE DEZEMBRO

(em milhares de reais)

PASSIVO	LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA	
	1997	1996
CIRCULANTE		
Fornecedores	161.638	144.646
Folha de pagamento	8.644	5.195
Dividendos propostos	22.200	20.857
Participação nos lucros ou resultados	5.548	-
Empréstimos e financiamentos	13.519	204.588
Encargos de empréstimos e financiamentos	265	11.636
Tributos e contribuições sociais	2.403	27.717
Reserva global de reversão	758	11.018
Concessionários de energia elétrica	-	42.000
Obrigações estimadas	10.268	72.718
Provisões para contingências	13.222	31.788
Outros	17.877	16.057
	<u>265.345</u>	<u>588.220</u>
EXIGIVEL A LONGO PRAZO		
Empréstimos e financiamentos	23.844	867.690
Encargos de empréstimos e financiamentos	-	8.090
Fornecedores	8.365	8.289
Tributos e contribuições sociais	-	77.023
Imposto de renda diferido	4.289	-
Outros	1.397	149
	<u>37.895</u>	<u>961.241</u>
Obrigações especiais	3.802	57.820
	<u>41.697</u>	<u>1.019.061</u>
PATRIMÔNIO LÍQUIDO		
Capital realizado	279.072	946.956
Reservas de capital	962.979	3.682.355
Reservas de lucros	2.931	4.391
Lucros acumulados	79.517	239.580
	<u>1.324.499</u>	<u>4.873.282</u>
Recursos destinados a aumento de capital	94.576	94.576
	<u>1.419.075</u>	<u>4.967.858</u>
TOTAL DO PASSIVO	<u>1.726.117</u>	<u>6.575.139</u>

As notas explicativas são parte integrante das demonstrações contábeis.