

Técnicas de mensuração de bancos através das metodologias de avaliação econômico-financeira: um estudo multi-caso dos laudos de avaliação

Wesley Serbim Umbelino

Raimundo Nonato Rodrigues

Resumo:

O presente artigo tem como objetivo analisar os laudos de avaliação de quatro bancos no Brasil, utilizando um estudo multicase, empírico e exploratório. Chegando-se a evidenciar que o modelo de avaliação dos múltiplos é o mais encontrado na prática das finanças corporativas para o caso dos bancos e que embora seja escolhido uma metodologia de aplicação, não foi suficiente para análise, sendo necessário adicionar outras metodologias que servissem de referência à análise, comprovando a ciência da arte, destacada na literatura alusiva ao tema.

Área temática: *Novas Tendências Aplicadas na Gestão de Custos*

Técnicas de mensuração de bancos através das metodologias de avaliação econômico-financeira: um estudo multi-caso dos laudos de avaliação

Wesley Serbim Umbelino (UFPE)¹ – wserbim@gmail.com

Raimundo Nonato Rodrigues (UFPE)¹ –rnrodrigues@uol.com.br

¹Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis:
Unb – UFPB – UFPE – UFRN
CEP: 50740-580 Recife/PE Brasil

Resumo

O presente artigo tem como objetivo analisar os laudos de avaliação de quatro bancos no Brasil, utilizando um estudo multicaso, empírico e exploratório. Chegando-se a evidenciar de que o modelo de avaliação dos múltiplos é o mais encontrado na prática das finanças corporativas para o caso dos bancos e que embora seja escolhido uma metodologia de aplicação, não foi suficiente para análise, sendo necessário adicionar outras metodologias que servissem de referência à análise, comprovando a ciência da arte, destacada na literatura alusiva ao tema.

Palavras-chave: Laudos de avaliação, Múltiplos e Finanças corporativas.

Novas Tendências Aplicadas na Gestão de Custos

1. Introdução

Avaliam-se ativos para diversos fins, alienação, incorporação, fusão, aquisição, emissão de ações, debêntures, etc. Estes ativos podem ser tangíveis ou intangíveis, e serem avaliados em parte ou na sua totalidade, analisando em sentido amplo, ou seja, analisando a empresa como um todo.

Nos últimos anos o cenário empresarial brasileiro atrelado aos fatores da globalização e competitividade levou muitas empresas a buscar uma análise de avaliação de investimento cujos interesses podem ser vistos para casos como: reestruturação interna, expansão, privatização, investimento ou simplesmente para manutenção da sua missão, venda da participação acionária de controle, desencadeando desde pequenas transações de títulos a fusões, incorporações, aquisições ou alienações.

Para isto se faz necessário avaliar a empresa que se está procurando negociar ou parte dela, pois se precisa saber quanto vale e nesta busca pelo valor são utilizados modelos de avaliação, dos quais serão tratados neste estudo, destacando o fluxo de caixa descontado, modelo do qual foi utilizado no caso da Petrobrás Distribuidora S.A., no artigo supra citado.

2. Revisão da Literatura

O processo de avaliar determinada empresa pode ser definido como a tentativa de estimar um valor que represente tal entidade e que tem como base um método matemático utilizado num dado momento para oferecer sustentação científica ao modelo utilizado. Esse processo deve ter como meta alcançar um valor que expresse o mais próximo possível da realidade, para garantir que seus usuários possam utilizá-lo como instrumento de apoio à tomada de decisão de investimento, ou até mesmo para análise e/ou acompanhamento da situação econômica da empresa. Tal mensuração considera certas premissas e hipóteses

comportamentais, tais como o contexto em que a avaliação está sendo realizada e os fatores envolvidos, como o mercado no qual a empresa atua e as expectativas de resultados futuros.

Endler (2004, p. 2) afirma que:

Em geral uma avaliação consistente deve representar, de modo equilibrado, as potencialidades e perspectivas da empresa. Nesse processo é necessário considerar todos os fatores envolvidos na mensuração do valor, especialmente a correta avaliação e utilização dos dados de entrada, a fim de não haver distorções nos resultados finais da avaliação. Nesse aspecto, a qualidade e a confiabilidade das informações também são essenciais para que se atinja um resultado justo e coerente.

Faz-se necessário a busca pela transferência de confiabilidade em tais relatórios visto que, estes serão utilizados por aqueles interessados no andamento da empresa. Um resultado equivocado de uma avaliação pode acarretar conseqüências graves e indesejáveis, afinal pode-se decidir por um investimento em determinado projeto com base nos relatórios que geraram expectativas inverídicas nos indivíduos. A criação de uma imagem negativa em uma empresa, como a perda de confiabilidade nas informações divulgadas, pode ser fatal para o seu desenvolvimento, uma vez que esforços acumulados durante anos para criar e preservar a reputação existente podem ser perdidos nesse momento.

É notório que tal tarefa não se dá de maneira rápida e simplória, dada a complexidade das situações e a multiplicidade de fatores influenciadores no procedimento. Ratificando essa afirmação Perez e Famá (2003) inferem que se a avaliação de um ativo ou investimento gera inúmeros questionamentos e até discordâncias, o processo de avaliação de uma entidade composta por inúmeros ativos, dentre estes, tangíveis e intangíveis torna-se ainda mais complexo e delicado.

Mesmo o fato de o processo de avaliação de um ativo estar amparado em modelos matemáticos para sua realização não impede a suscetibilidade deste a erros, já que o envolvimento de julgamentos subjetivos é inevitável. Damodaran (1997) afirma que a subjetividade envolvida no processo de avaliação é uma das maiores dificuldades da mensuração de um ativo, e quaisquer preconceções ou preconceitos que o analista trazer para o processo de avaliação acabarão por se incorporar ao valor.

A situação explicitada disse respeito à avaliação de ativos, porém como afirmado anteriormente, tais situações podem ser visualizadas dentro do contexto da avaliação da empresa como um todo, pois estão inseridas nesse processo.

No que diz respeito à elaboração dos relatórios de avaliação econômico-financeira de uma entidade, existem vários métodos passíveis de serem utilizados que buscam dirimir os desvios inerentes ao processo, afinal não há como obter um resultado preciso e exato em virtude das incertezas, da complexidade do ambiente, das circunstâncias avaliativas, além da disponibilidade de informações e da eventualidade comportamental existente nas conjunturas situacionais.

Para Müller e Teló (2003) o valor de uma empresa pode ser determinado através de um dos modelos de avaliação de empresas, entretanto, dado o nível de complexidade desse evento, não é possível estabelecer uma metodologia única para sua execução, pois a aplicação de uma simples equação ou metodologia não pode ser considerada suficiente pelos profissionais dessa área. Diante destes questionamentos será abordado a seguir alguns modelos de avaliação de empresas.

2.1. Modelos

Quando se está tratando de avaliar, está se querendo mensurar qual o valor de um ativo. Hendriksen e Van Breda (1999:304) dizem que mensuração “é o processo de atribuição de valores monetários significativos a objetos ou eventos associados a uma empresa, e obtidos de modo a permitir agregação (tal como na avaliação total de ativos) ou desagregação, quando exigida em situações específicas.”

Diante da necessidade de se mensurar ativos, conseqüentemente, mensurar a própria empresa, a teoria das finanças possui várias metodologias ou modelos que contemplam várias situações.

Os diversos modelos existentes e suas implicações ao processo de avaliação são amplamente discutidos na literatura, como se pode observar em pesquisas realizadas por diversos autores como Endler (2004), Müller e Telo (2003), Filho e Fama (2001), Loureiro (2005), Rogers, Dami e Ribeiro (2004) dentre outros. Em seguida serão abordados alguns destes modelos, encontrados em laudo de avaliação de diversas empresas.

2.1.1. Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

Dentre as características que o ativo possui, Hendriksen e Van Breda (1999:285) destaca que o ativo “incorpora um benefício futuro provável que envolve a capacidade, isoladamente ou em combinação com outros ativos, de contribuir direta ou indiretamente à geração de entradas líquidas de caixa futuras.”

O fluxo de caixa descontado é a aplicação mais próxima deste conceito, quando se baseia na teoria de que o valor de um ativo depende dos benefícios futuros que ele irá produzir, descontados a um valor presente, através de uma taxa de desconto apropriada, a qual reflita os riscos inerentes aos fluxos estimados.

Martins (2001:275) destaca que dentre os modelos apresentados em sua obra, o fluxo de caixa descontado “é tido como aquele que melhor revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de determinado empreendimento”

Assaf Neto (2003:576) enuncia o FCD como sendo:

Os ativos em geral e, em particular de uma empresa são avaliados por sua riqueza econômica expressa a valor presente, dimensionada pelos benefícios operacionais de caixa esperado no futuro e descontados por uma taxa de atratividade que reflete o custo de oportunidade dos provedores de capital.

Este modelo consiste em projetar os fluxos de caixa em face das perspectivas dos benefícios futuros que determinados ativos possuem atrelados a algumas premissas que são consideradas. Diante desta projeção, traz todos estes benefícios projetados a valores de hoje, perfazendo o valor daqueles ativos em análise, muito superior do preço histórico dos mesmos, mesmo que corrigidos.

Este modelo pode ser definido a partir da seguinte fórmula:

$$VPFC = \sum_{t=1}^{n} FCt / (1+r)^t ; t \Delta 1 \leftrightarrow n$$

VPFC = Valor presente do fluxo de caixa

n = Vida útil do ativo

r = Taxa de desconto

FCt = Fluxo de Caixa no período t

Damodaran (1997) destaca esta metodologia como sendo de fácil implementação em empresas que apresentem fluxos de caixa positivos, os quais possam ser confiavelmente estimados para períodos futuros e onde exista uma alternativa de substituição para o risco que possa ser utilizado para a obtenção de taxas de desconto.

Mas em contrapartida, Endler (2004) destaca as circunstâncias que tal aplicação não seria aconselhável no seu estado original, necessitando de algumas adaptações e tais situações podem ser resumidas como empresas em dificuldades financeiras, empresas cíclicas, empresas com ativos não utilizados ou subutilizados, empresas em processo de reestruturação, empresas envolvidas em aquisições e empresas de capital fechado.

O FCD apresenta dois enfoques diferentes, que segundo Martins (2001) os tratam como valor da empresa e valor para os acionistas. O valor da empresa representa o valor atual dos fluxos de caixa operacionais fornecidos pela empresa, independentemente de quais sejam os fornecedores de recursos, inclusive terceiros.

E este enfoque é dado pela seguinte fórmula:

$$VPL = \sum_{t=1}^{\infty} FCE / (1+WACC)^t ; t \Delta 1 \leftrightarrow \infty$$

VPL = Valor presente líquido

FCE = Fluxo de Caixa da empresa no período

WACC = Custo médio de capital ponderado (Weighted Average Cost of Capital)

Quanto ao valor do FCD para os acionistas restringe-se aos fluxos de caixa dos sócios. Este segundo enfoque do FCD é dado pela seguinte fórmula:

$$VPL = \sum_{t=1}^{\infty} FCA / (1+Ka)^t ; t \Delta 1 \leftrightarrow \infty$$

VPL = Valor presente líquido

FCA = Fluxo de Caixa do acionista no período t

Ka = Custo do patrimônio líquido (taxa de retorno exigida pelos acionistas)

Uma das limitações do modelo do FCD está justamente em se fazer projeções para o futuro, onde são pautadas em premissas, muitas vezes de diferentes comportamentos quando da sua efetivação comparado com as estimativas feitas, afetando o resultado obtido.

Tibúrcio e Cunha (2002) destacam os fatores subjacentes aos avaliadores, que podem ter opiniões diferentes sobre quais são as variáveis importantes e como essas irão influenciar na sua avaliação.

Já Santos e Pamplona (2001:3) trazem outro questionamento relevante quanto ao tema e o modelo, qual seja:

Executivos, percebendo que a ferramenta de FCD é muito pobre em captar possibilidades relevantes do projeto, se valem da intuição de negócios, não investindo imediatamente em projetos só por causa de uma análise estática ter indicado um VPL positivo, e nem rejeitam projetos estratégicos só por causa de um relatório indicar VPL's negativos para os mesmos.

Como nenhum modelo é completo em si, suas deficiências devem ser complementadas entre si, como Perez e Famá (2003) destacam em sua pesquisa que na prática usualmente ocorre do avaliador utilizar-se de vários modelos e ponderar seus resultados para o caso real, se chegando a um valor que estime a melhor aproximação possível do valor econômico da empresa. Esta situação será vista quando tratarmos das abordagens feitas pelos avaliadores em seus laudos de bancos.

2.2.2. Múltiplos

Filho e Famá (2001) destacam que a importância do assunto de avaliação através dos múltiplos ganha destaque no Brasil, principalmente em face da necessidade de avaliação de empresas da dita *Nova Economia*. Os autores completam dizendo que até então só existia uma empresa da indústria da internet que negociava na bolsa de valores. Sendo assim os múltiplos deste setor são comparados com os múltiplos do mercado norte americano.

Dentro da literatura Martins (2001) apresenta dois modelos baseados em múltiplos, a saber, o de múltiplos de faturamento, que substitui o lucro contábil pelo faturamento da empresa, tornando irrelevantes os demais itens de resultado.

E o segundo é o dos múltiplos de fluxo de caixa, que tem substituído os múltiplos de lucros na avaliação de empresa, contemplando o EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization ou Lucros antes dos juros, impostos sobre o lucro, depreciação, amortização e exaustão), conforme quadro a seguir:

DRE
Itens do resultado
Vendas
Custo das vendas
Despesas operacionais (que afetam o caixa)
EBITDA
Depreciação, amortização e exaustão
Resultado financeiro
Lucro antes dos tributos sobre o lucro
IR + Contribuição Social
Lucro líquido

Fonte: Adaptado de Martins (2001)

Quadro1 – Aplicação do modelo

Filho e Famá (2001) em seu trabalho trouxe uma abordagem de avaliação através dos múltiplos comparando as empresas brasileiras e as americanas, destacando que a desvantagem dos múltiplos é não fornecer um preço justo como no caso do FCD e das Opções Reais, mas que simplesmente informam um parecer sobre o preço atual da empresa.

Eles elencaram os seguintes múltiplos em suas abordagens:

1. Múltiplos de lucros:
 - Preço/Lucro (1)
 - Preço/EBIT (2)
 - Preço/EBITDA (3)

- (1) O preço aqui definido é a cotação das ações em Bolsas de Valores.
- (2) O preço aqui definido é a cotação das ações em Bolsas de Valores.
- (3) EBITDA: Lucro antes dos juros, Impostos, Depreciação e Amortização.

2. Valor Patrimonial:

- Preço/Valor patrimonial
- Preço/Valor patrimonial dos ativos
- Preço/Custo de reposição (Q de Tobin)

3. Receitas:

- Preço/Vendas

4. Enterprise Value:

- EV/EBITIDA
- EV/Lucro
- EV/Vendas

Enterprise Value: Valor de Mercado da Empresa somado à sua Dívida Líquida.

5. Variável específica da indústria analisada: Preço/Khw, Preço/Tonelada, Preço/Litro, etc.

Alguns modelos de múltiplos serão destacados pelo seu tratamento dado. O múltiplos de lucros apresenta o Preço/Lucro para uma empresa estável, entenda-se estável quando esta cresce a uma taxa semelhante ao crescimento da economia local. A seguinte formula trata do modelo de Gordon que trata do preço da ação de uma empresa estável:

$$P_0 = DP S_1 / (r - g_n)$$

Onde:

P_0 : é o valor da ação;

$DP S_1$: são os dividendos por ação esperados para o ano seguinte ($DPS_1 = \text{Lucro por ação no ano } 0 \text{ (EPS}_0) \times \text{Índice de}$

Payout $\times (1 + g_n)$);

r : é a taxa de retorno exigida sobre o patrimônio líquido;

g_n : é a taxa de crescimento dos dividendos na eternidade.

Logo, pode-se expressar o modelo de Gordon da seguinte maneira:

$$P_0 = EPS_0 \times (\text{Índice de } Payout) \times (1 + g_n) / (r - g_n)$$

Onde:

Índice de *Payout*: é a divisão dos dividendos distribuídos por ação pelo lucro por ação.

Explicitando o PL, tem-se:

$$P_0 / EP S_0 = PL = \text{Índice de } Payout \times (1 + g_n) / (r - g_n)$$

Tem-se, então, que o PL é uma função crescente do *payout* e da taxa de crescimento e decrescente do risco da empresa.

Os múltiplos de valor patrimonial atraem a atenção de muitos investidores. O Valor de Mercado de um ativo reflete seu poder de geração de riqueza, enquanto que o Valor Contábil reflete seu custo de aquisição diminuído das depreciações acumuladas. Quando uma empresa encontra-se numa situação de possuir um Valor de Mercado menor do que o Valor Patrimonial, significa que o Valor Presente de seus fluxos de caixa projetados para o futuro é menor do que o valor dos ativos, havendo uma tendência de igualar estes valores.

3. Metodologia

Este estudo fica caracterizado como exploratório, pois como afirma Gil (1999, p. 43): “pesquisas exploratórias são desenvolvidas com o objetivo de proporcionar visão geral, de tipo aproximativo, acerca de determinado fato”.

Foram coletados os relatórios de avaliação econômico-financeira de quatro bancos comerciais para o desenvolvimento da pesquisa em pauta. O critério adotado para escolha de tais relatórios a serem estudados foi acidental, uma vez que não havia sido determinado antecipadamente quais seriam as instituições abordadas. À medida que estas surgiram, no decorrer da exploração do sítio da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em busca de material útil à pesquisa, foram pré-selecionadas. Pode-se ainda mencionar que foi utilizada seleção de material por conveniência, visto que dos laudos pré-selecionadas foram escolhidos aqueles que reunidos proporcionaram viabilidade de execução e continuidade deste estudo.

Após selecionados os laudos a serem estudados, criou-se uma tabela-matriz com o auxílio do programa Microsoft Excel[®] a fim de agrupar características referentes à metodologia (modelo) adotada pela executora no ato da elaboração do laudo de avaliação em cada instituição avaliada pelo relatório. Tais informações foram organizadas e segregadas em duas partes, sendo assim, em duas novas tabelas. Uma delas elenca as metodologias consideradas apropriadas pela instituição executora para cada um dos bancos e a outra compara os valores resultantes de um lote de mil ações considerando-se diferentes abordagens metodológicas.

A partir desses dados organizados então partiu-se para a análise e interpretação dos resultados encontrados, que podem ser vistos a seguir.

4. Laudos levantados

As quatro situações apresentadas em seguida neste trabalho evidenciam situações semelhantes. Todas as instituições desejavam, no momento de publicação do relatório, efetuar cancelamento da situação da empresa como S.A., buscando assim recuperar as ações ainda existentes em poder da população. De acordo com a legislação vigente (Instrução 361) regulada pela CVM, para que isso aconteça de fato faz-se necessário o pedido de registro de Oferta Pública para Aquisição de ações de cia aberta (OPA). Surge então a necessidade de elaboração de um laudo de avaliação com objetivo de apurar o valor das ações do capital social da empresa em questão.

A instrução 361 da CVM elenca os seguintes critérios de avaliação de empresas: preço médio ponderado das ações, valor econômico da instituição por ação, calculado com base em múltiplos (de transações comparáveis ou de cotações em bolsa de ações de empresas comparáveis) ou pela regra do fluxo de caixa descontado. A dita instrução ainda confere ao

ofertante a escolha de outro método de avaliação que considere mais adequado para a avaliação, caso este não tenha sido contemplado nos métodos citados anteriormente, caso em que não foi necessário para a avaliação em tela.

Serão discutidos neste estudo os motivos e os modelos que foram expostos pelas empresas que realizaram as avaliações nas instituições bancárias adotadas..

Bandepe

Na data da emissão do laudo (28 de outubro de 2002), ficou oficializada a intenção da ABN AMRO Real em fechar o capital do BANDEPE (Anexo A) adquirindo a totalidade das ações do Banco que estavam em poder de acionistas minoritários, por meio de OPA.

O laudo elaborado pela KPMG *Corporate Finance* concluiu que as metodologias (modelos) mais apropriadas para a análise da situação foram o Valor do Patrimônio Contábil (VPC) e o Múltiplo de ações comparáveis. O VPC foi considerado adequado no caso do BANDEPE, uma vez que o ofertante realizou entre 2000 e 2002 três aumentos de capital totalizando R\$ 1,35 bilhão com base no valor patrimonial por ação, valor este correspondente a cerca de 80% do PL Contábil de 31 de agosto de 2002.

Quanto ao Múltiplo de ações comparáveis, este foi considerado em face da quantidade significativa de transações realizadas envolvendo empresas comparáveis ao BANDEPE no Brasil. Os múltiplos obtidos refletem o valor de mercado efetivo das transações realizadas e desta forma podem ser aplicados diretamente aos respectivos parâmetros do BANDEPE para obtenção do seu valor de mercado.

Considerou-se o modelo Múltiplos de Mercado como sendo não apropriado para ser utilizado na avaliação, pois, de acordo com a empresa avaliadora, à época da elaboração, no Brasil havia apenas 4 bancos com ações negociadas na BOVESPA com liquidez necessária para esta análise. Além disto, os 4 bancos cotados em bolsas apresentam redes de agências e volumes de ativos muito superiores aos verificados no BANDEPE.

De acordo com critérios adotados pela KPMG (2002), a utilização da metodologia do fluxo de caixa descontado é recomendável para efetuar avaliações de empresas com perspectivas significativas de expansão fundamentadas em plano de negócios da Administração. Como a configuração patrimonial do BANDEPE, à época, refletia uma situação estável, a qual não havia perspectivas de crescimento significativo, tal modelo foi considerado não apropriado.

O Preço Médio Ponderado das Ações foi considerado não apropriado em virtude das ações do BANDEPE, à época, não apresentarem liquidez necessária para a análise.

Banco BEG

Em 21 de maio de 2003, visando reestruturação interna, o Itaú (Anexo B) oficializou à KPMG *Corporate Finance* a pretensão de adquirir a totalidade das ações do Banco BEG S.A. que estavam em poder de acionistas minoritários.

No laudo de avaliação ficou explicitado que o modelo Múltiplos de transações comparáveis foi considerado apropriado à situação da empresa BEG. Justificou-se a utilização deste método em função da quantidade significativa de transações realizadas, à época, envolvendo empresas comparáveis ao BEG no Brasil.

O modelo denominado Patrimônio Líquido contábil foi considerado no relatório como não apropriado às circunstâncias situacionais vigentes à época. Este tipo de análise também foi considerado inadequado porque prioriza o enfoque no desempenho passado do BEG, desconsiderando as perspectivas de retorno de seus acionistas.

Em virtude das ações do Banco BEG à época não apresentarem liquidez necessária para a análise da empresa, a metodologia referente à Média ponderada das ações negociadas em bolsa também foi considerada não apropriada.

A metodologia Múltiplos de mercado foi considerada não apropriada para compor diretamente a análise da empresa, pois, assim como o Bandepe, à época, no Brasil havia apenas 4 bancos com ações negociadas na BOVESPA com liquidez necessária para esta análise. Além disto, os 4 bancos cotados em bolsas apresentam redes de agências e volumes de ativos muito superiores aos verificados no BEG.

Quanto ao método de Fluxo de Caixa descontado, a situação do Banco BEG se dá tal qual o Bandepe. Afinal a justificativa apontada no laudo de avaliação foi idêntica à anteriormente explicitada. Devido a uma situação patrimonial configurada numa situação estável, a qual não havia perspectivas de crescimento significativo, tal modelo foi considerado não apropriado para compor a análise.

Banco Mercantil

Em 16 de agosto de 2002, o Bradesco efetuou oferta pública para aquisição das ações ordinárias de propriedade dos acionistas não controladores do Mercantil (Anexo C) em conformidade com o disposto no Artigo 254-A da Lei nº 6.404/76. Para elaborar o laudo de avaliação econômico-financeira da empresa foi contratado o BES Investimento do Brasil S.A., ou Espírito Santo Investment.

As metodologias as quais a empresa realizadora do relatório utilizou foram: Múltiplos de transações recentes e Múltiplos de valor de mercado. Para a Espírito Santo Investment (2002, p. 12) “o método de múltiplos de transações recentes permite estimar o valor de controle de um banco, pois o valor de compra já incorpora um prêmio de controle, que está desta forma sendo também aplicado na avaliação”.

Ainda citando a Espírito Santo Investment (2002), sobre o método Múltiplos de valor de mercado, esta não incorpora prêmio de controle, pois baseia-se apenas nos preços transacionados em bolsa em um determinado período. No entanto, devido ao nível de liquidez que os três maiores bancos apresentaram à época e aos seus níveis de eficiência e rentabilidade, os múltiplos de mercado a que transacionam são muito semelhantes aos obtidos nas transações contemporâneas.

Banco Sudameris

Em 21 de novembro de 2003 o Banco ABN AMRO Real oficializou a intenção de requerer à CVM o registro de Oferta Pública de Aquisição de Ações de emissão do Banco Sudameris para cancelamento de seu registro como companhia aberta dirigido aos titulares de todas as ações em circulação de emissão do Banco Sudameris, visto que em 24 de outubro de 2003 a ABN AMRO Real e sua sociedade controladora adquiriram o equivalente a 94,57% de todo o capital do Banco Sudameris.

A *Delloite Touche Tohmatsu Consultores S/S Ltda*, levando em consideração sua experiência em operações de fusão e aquisição, além do conhecimento teórico adquirido,

julgou o Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (FCLA) como metodologia mais apropriada. Afirmou ainda que no caso de avaliação de um banco, o modelo FCLA trata o gerenciamento de passivo da maneira correta, como parte da operação do banco.

A título de complementação a *Delloite* realizou uma análise comparativa dos resultados das avaliações realizadas através de múltiplos e preço médio ponderado das ações, com o objetivo de se ter informações acessórias para a realização de análise de razoabilidade da avaliação do banco.

Os principais motivos para a não utilização de outros métodos foram:

No múltiplos de transações, dificilmente transações passadas são totalmente comparáveis. No múltiplos de mercado houve dificuldade de se estabelecer quais empresas eram realmente comparáveis. O preço médio Ponderado das Ações foi considerado inapropriado porque as ações da empresa não apresentam liquidez necessária para se obter resultados concisos.

5. Análise dos dados

Tabela 1 – Metodologias adotadas nos laudos de avaliação

Metodologias	Valor do Patrimônio Contábil	Múltiplos de transações comparáveis	Múltiplos de Mercado	Múltiplos de Transações Recentes	Fluxo de Caixa Livre para o Acionista
Bancos					
Bandepe	x	x			
Beg		x			
Mercantil			x	x	
Sudameris					x

Fonte: laudos de avaliação econômico-financeira das referidas empresas, adaptado pelos autores

Tabela 2 – Resultado considerando a comparação das metodologias (modelos) adotadas

Metodologia	Valor do Patrimônio Contábil	Múltiplos de Transações Comparáveis	Múltiplos de Mercado	Múltiplos de Transações Recentes	Múltiplos de empresas comparáveis	Preço médio ponderado das cotações das ações
Banco	(lote de mil ações)	(lote de mil ações)	(lote de mil ações)	(lote de mil ações)	(lote de mil ações)	(lote de mil ações)
Bandepe	0,9074	0,9889	-	-	-	-
Beg	56,88	65,05	76,18	-	-	164,21
Mercantil	-	-	259,87	303,23	-	-
Sudameris	349,6	589,2	-	-	486,2	501

Fonte: laudos de avaliação econômico-financeira das referidas empresas, adaptado pelos autores.

Na tabela 1 se observa que a única metodologia utilizada em mais de um banco é o de múltiplos de transações comparáveis cujos laudos foram emitidos pela mesma empresa, a KPMG, para o Bandepe e o Beg. Nas demais cada um possui apenas uma metodologia por banco.

O FCD metodologia muito amplamente divulgada pela literatura acadêmica e empresarial, não se fez presente nos laudos apresentados, salvo no laudo de avaliação do Sudameris, feito pela Deloitte, o Fluxo de Caixa Livre para o acionista, uma variante do FCD.

Esta última metodologia juntamente com o Valor do Patrimônio Contábil são os únicos que não usam a metodologia de múltiplos, ou seja, os múltiplos de transações comparáveis, os múltiplos de mercado e os múltiplos de transações recentes.

Na tabela 2 se observam as metodologias comparativas feitas pelos próprios avaliadores em seus respectivos laudos, quando consideram outras metodologias como referência, chamado de croos check, ou seja, parâmetro de comparação para a emissão do valor final a que se quer avaliar.

Martins (2001) já afirmava que:

As diferenças observadas, contudo, alertam para a necessidade de análises cuidadosas, considerando as especificidades de cada caso, visando à escolha do(s) modelo mais adequado(s) para as circunstâncias. O melhor caminho talvez seja a aplicação de vários deles e uso de bom-senso nos ajustamentos necessários para a apuração de um resultado final coerente e justo.

Daí o entendimento dos avaliadores, profissionais do mercado que implementam tais conceitos em seus procedimentos de elaboração e avaliação de empresas.

Surge então, diante de diferentes práticas metodológicas aplicadas, são encontrados valores também diferentes para um mesmo banco, avaliados para os lotes de mil ações.

Os valores atribuídos, ao lote de mil ações do Bandepe, variam de 0,9074 para o Valor do Patrimônio Contábil, a 0,9889 para múltiplos de transações comparadas, cuja variação se aproxima de 9%, menor variação desta tabela, em função do valor dos lotes de mil ações atribuídos de acordo com a metodologia considerada.

No caso do Beg, esta variação chega a quase 190%, passando de 56,88 para 164,21. No caso do banco Mercantil verificou-se duas observações, 259,87 e 303,23, respectivamente utilizando a metodologia dos múltiplos de mercado e múltiplos de transações recentes, tendo uma pequena variação de cerca de 17%, sendo que seus resultados estão mais concentrados em duas avaliações e em valores próximos.

No caso do banco Sudameris 43% de variação, para as quatro observações verificadas pelos resultados colhidos.

6. Considerações Finais

Este trabalho retrata um estudo multicaso, estudo de caso em quatro avaliações feitas em bancos a partir de suas avaliações econômico-financeiras reais, seus resultados apontam para a utilização de vários modelos, devido a complementar suas diferenças e deficiências, como também suas limitações.

Avaliar um ativo requer empenho devido a sua complexidade e fatores imbricados ao mesmo, avaliar vários ativos e se chegar a um valor de uma empresa requer maior destreza e conhecimento, não de modelos matemáticos, mas de fatores comportamentais, não apenas no setor econômico, mas também no aspecto do avaliador, com seu bom senso e juízo de valor profissional.

Corroborando com os aspectos subjetivos atrelados ao avaliador, considerando as demais premissas para tal avaliação e diante da prática verificada nestes laudos evidenciados,

pode-se ter em conta que a boa prática profissional da avaliação está contemplada pela literatura acadêmica e cujas análises vão além dos modelos matemáticos, mas levam em consideração fatores alheios ao que a matemática pode determinar, como qualidade e volume das informações disponíveis, particularidades da empresa analisada, do segmento de atuação e particularmente, do país onde a empresa se encontra, elementos importantes para o avaliador julgar pela aplicação mais adequada de qual ou quais metodologias.

Referências

- ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. São Paulo:Atlas, 2003.
- CONSÓRCIO DELOITTE/TREVISAN/SOUZA CAMPOS/ZALBERG. Laudo de avaliação do Banco do Estado do Amazonas S.A. – BEA. www.cvm.gov.br. Acesso em março de 2007.
- DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de investimentos – ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark editora, 1997.
- DELOITTE TOUCHE TOHMATSU. Laudo de Avaliação: Banco Sudameris Brasil S.A. www.cvm.gov.br. Acesso em fevereiro de 2007.
- ENDLER, Luciana. *Avaliação de empresas pelo método de fluxo de caixa descontado e os desvios causados pela utilização da taxas de desconto inadequadas*. ConTexto, Porto Alegre, 2004.
- ESPIRITO SANTO INVESTMENT. Laudo de Avaliação: Banco Mercantil de São Paulo S.A. www.cvm.gov.br. Acesso em fevereiro de 2007.
- FILHO, Jair Luiz Santiago; FAMÁ, Rubens. *Avaliação de empresas através de múltiplos: uma comparação entre as empresas do Brasil e dos EUA*. V SEMEAD. Estudo de Caso. Finanças, 2001.
- KPMG CORPORATE FINANCE. Laudo de Avaliação: Banco Beg. S.A. www.cvm.gov.br. Acesso em fevereiro de 2007.
- KPMG CORPORATE FINANCE. Laudo de Avaliação: Banco de Pernambuco S.A. – Bandepe. www.cvm.gov.br. Acesso em fevereiro de 2007.
- LOPES, J. L. et al. *O Fazer do Trabalho Científico em Ciências Sociais Aplicadas*. Recife: Editora Universitária da UFPE, 2006.

MÜLLER, Aderbal N. e TELÓ, Admir Roque. *Modelos de avaliação de empresas*. Revista FAE, Curitiba, v.6, n.2, maio/dez. 2003.

PEREZ, Marcelo Monteiro e FAMÁ, Rubens. *Métodos de Avaliação de Empresas e a Avaliação Judicial de Sociedades: uma análise crítica*. VI SEMEAD FEA-USP. São Paulo, Março/2003.

ROGERS, Pablo; DAMI, Anamélia Borges Tannús e RIBEIRO, Karém Cristina de Souza. *Fluxo de caixa descontado como método de avaliação de empresas: o estudo de caso da Petrobrás Distribuidora S.A.*. XXIV ENEGEP – Florianópolis, SC, Brasil, 03 a 05 de novembro de 2004.

SANTOS, Elieber Mateus dos e PAMPLONA, Edson de Oliveira. *Captando o Valor da Flexibilidade Gerencial através da Teoria das Opções Reais*. XXI Encontro Nacional de Engenharia de Produção, Salvador. Bahia, Out/2001.

TIBURCIO, César Augusto e CUNHA, Jameson Reinaux. *Questões para Avaliação de Empresas na Nova Economia*. Revista Contexto, Porto Alegre, RECON/UFRGS, v.4, 2002.

Anexo A

Em leilão realizado na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (“BVRJ”) em 17 de novembro de 1998, o Banco ABN AMRO S.A. adquiriu do Estado de Pernambuco 99,7% das ações do capital social do Banco de Pernambuco S.A.-BANDEPE incluindo a empresa controlada, Bandepe Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (KPMG: LAUDO DE AVALIAÇÃO ECONOMICO-FINANCEIRA, 2002)

Anexo B

Em dezembro de 2001, o Banco Itaú adquiriu o BEG - Banco do Estado de Goiás S.A. (KPMG: LAUDO DE AVALIAÇÃO ECONOMICO-FINANCEIRA, 2003)

Anexo C

Em 25 de março de 2002 o Bradesco assinou juntamente com os controladores do Mercantil, em caráter definitivo, os documentos formalizando a transferência do controle acionário do Mercantil para o Bradesco, nos termos do “Instrumento Particular de Compromisso de Compra e Venda de Ações e Outras Avenças” de 13 de janeiro de 2002.