

Avaliação de Empresas: da Mensuração Contábil à Econômica

Prof. Dr. Eliseu Martins

Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – USP

Prof. Titular do Departamento de Contabilidade e Atuária – FEA/USP

RESUMO

São várias as formas de se medir o patrimônio e o lucro de uma empresa; desde o Custo Histórico, com base nas transações ocorridas, passando pelo Custo Corrente, considerando a reposição dos fatores de produção sendo consumidos, avaliando cada ativo e passivo pelo seu Valor Líquido de Realização e chegando ao Valor Presente dos Fluxos de Caixa Futuros. Todas elas consideram, no fundo, um único objeto: o **caixa**; ora o caixa acontecido, o prestes a acontecer, o que aconteceria se ativos e passivos fossem vendidos, o caixa esperado por transações futuras etc., cada uma das informações válidas para uma finalidade diferente. Logo, não são modelos alternativos, que implicam, obrigatoriamente, a eliminação ou não adoção dos demais; podem simplesmente ser tratados como complementares.

Os únicos fatores que, no longo prazo, podem fazer divergir a mensuração do lucro são: inflação e custo de oportunidade. E o não uso desses dois fatores continua sendo falha imperdoável de nós, Contadores. Para o primeiro, dispomos de metodologias simplificadas e complexas (modelo “societário” e correção integral, por exemplo). Já para o segundo, isto é, o custo de oportunidade, não temos sequer aplicado o Juro do Capital Próprio, e muito menos aquela parcela relativa ao risco, apontando realmente que a situação é mais complexa (mas não inviável – lembremo-nos do ‘banal’ EVA®).

Em suma, todo o lucro é ou implica a figura do caixa; todas as formas de avaliação, ao final, chegam ao mesmo lucro e ao mesmo caixa, com o problema apenas da inflação e do custo de oportunidade. Os diferentes conceitos e princípios de avaliação patrimonial e, conseqüentemente, de lucro, são totalmente complementares; nenhum deles possui todas as informações, utilidade e qualidade desejadas

ABSTRACT

There exist various forms of measuring a company's equity and income; starting from the Historical Cost, based on past transactions, passing by the Current Cost, considering the replacement of the production factors that are being consumed, valuating each asset and liability at its Net Realization Value and arriving at the Present Value of Future Cash Flows. At bottom, all of them consider one single object: cash; sometimes the cash that has happened, sometimes the cash that will happen shortly, sometimes the cash that will occur if assets and liabilities were sold, the one that is expected from future transactions etc., each information being valid for a different necessity. Consequently, they are not alternative models, which obligatorily imply the elimination or non-adoption of the others; they can simply be treated as complementary.

The only factors that, in the long term, can make the measurement of income diverge are: inflation and opportunity cost. And the not-use of these two factors continues being an unforgivable error of us, Accountants. For the former, we have simplified and complex methods (the “legal” model and full price-level restatement, for example). For the latter, on the other hand, we did not even apply the Interest on Own Capital, and still less that parcel related to risk, which actually points out that the situation is more complex (but not unworkable - remember the ‘common’ EVA®).

In sum, the entire income is or implies the figure of cash; all of the valuation forms, in the end, arrive at the same income and at the same cash, only facing the problems of inflation and opportunity cost. The different concepts and valuation principles of equity and, consequently, of income, are totally complementary; none of them possesses all of the information, usefulness and quality desired by the

pelos usuários. Devem ser tratados como um ajudando e complementando o outro, e não como mutuamente excludentes.

Que tal devotarmos mais atenção e ação a esses aspectos? E em especial à inflação e ao custo de oportunidade?

Palavras-chave: métodos ou princípios de avaliação, valores de entrada, valores de saída, custo de oportunidade, risco, lucro, patrimônio.

users. They should be treated as one helping and complementing the other, and not as mutually exclusive.

What about devoting more attention and action to these aspects? And especially to inflation and opportunity cost?

Key words: valuation principles or methods, entry values, exit values, opportunity cost, risk, income, equity.

INTRODUÇÃO

A avaliação patrimonial das empresas tem provocado enormes discussões acadêmicas e profissionais ao longo do tempo (séculos), confusões conceituais, críticas quanto à relevância e à utilidade da Contabilidade, conferências, artigos etc. (Ganhavam muito com isso os produtores de papel; agora dividem os ganhos com os provedores e demais integrantes da cadeia da internet. Ah! lá me esquecendo: ganham os mestrandos e doutorandos que continuam podendo fazer teses sobre esse assunto e os professores que temos oportunidade de pesquisar e também escrever a respeito da matéria.)

A grande confusão parece, pelo menos em parte, devida à não percepção de que todos os modelos até hoje surgidos nada mais são do que visões temporalmente diferentes do mesmo objeto: o patrimônio. E mais, são todos eles, numa perspectiva ainda mais simples, visões temporais de um único elemento patrimonial: o caixa.

Parece que, como fruto dessa falta de visão conjunta e abrangente, nasceu a idéia de que os modelos são conflitantes, mutuamente excludentes; de que a avaliação contábil nada tem a ver com a avaliação patrimonial, e avaliar uma empresa é, primeiramente, desprezar a avaliação contábil; lucro é uma coisa, caixa é outra; e outras bobagens mais.

Tentaremos uma síntese do assunto, procurando mostrar que são essas formas todas complementares entre si (ao invés de meras alternativas uma às outras); úteis todas elas, cada uma para determinados usuários em certas condições; com prós e contras todas elas, não havendo nenhuma que, sozinha, consiga se cercar das qualidades que satisfaçam a todos. É realmente possível montar-se um modelo integrador com a participação de todos os conceitos, mas isso ainda

apenas de forma ilustrativa, já que ele é complexo e não estão todos os profissionais, os sistemas de informação, os auditores, os órgãos reguladores e muito menos os usuários, tão preparados ainda para ele. Quem sabe no ano que vem...

AVALIAÇÃO CONTÁBIL TRADICIONAL – A CUSTO HISTÓRICO

A Estrutura Conceitual da Contabilidade, como hoje ainda prevalecente, tem como um dos seus pilares o Princípio do Custo Como Base de Valor (ou o Princípio do Registro pelo Valor Original). O alicerce fundamental da adoção desse conceito do **Custo Histórico** está no seu vínculo ao **fluxo de caixa das transações ocorridas**.

Os ativos avaliados ao seu custo de aquisição estão vinculados ao caixa desembolsado para confrontação com o fluxo a entrar quando forem vendidos ou produzirem receitas, a fim de que o lucro se materialize, finalmente, na forma de dinheiro. O lucro bruto nada mais é do que o dinheiro entrado, ou a entrar por transação ocorrida (como regra geral), contra o dinheiro saído ou a sair para pagamento da mercadoria vendida. A receita contabilizada por transação ocorrida e ainda não recebida, mas registrada por força de outros aspectos fundamentais (“ganha”, merecida, já desenvolvidos os esforços e cumpridas as responsabilidades vitais para auferi-la, conhecidos os gastos a ela vinculados mesmo que a desembolsar futuramente etc.), se somada algebricamente, ao longo do tempo, às linhas da despesa com a provisão para perdas por possíveis não recebimentos e sua reversão, corresponderá à entrada líquida de caixa derivada da venda de mercadorias, serviços etc. As provisões férias, décimo terceiro, contingências e outras são expectativas de saídas de caixa (passivo) ou de

perdas de caixa já saídos (quando retificadoras de ativos). Algumas dessas provisões têm distância temporal, com relação ao seu reflexo no caixa, muito grande, como é o caso de benefícios com saúde para futuros aposentados etc. Noutra caso, o que é o imposto de renda diferido senão o registro agora de futuros reflexos no caixa por fatos geradores contábeis de hoje?

A depreciação continua sendo a grande mal entendida; continuam ainda muitos a não perceber que ela é tão caixa quanto o custo da mercadoria vendida, os salários, os impostos etc. Afinal, pela própria definição, ela representa a parcela desembolsada na compra do imobilizado que não é recuperável pela sua própria venda; logo, se é o pedaço de um desembolso, nada mais é do que caixa, igual à mercadoria estocada a ser baixada depois. A diferença é temporal. Aliás, deveríamos abolir da Contabilidade a expressão “lucro ou prejuízo na venda de um imobilizado” e trocar por “excesso ou insuficiência de registro contábil de depreciação no passado”; afinal, na hora da venda é que se tem o valor definitivo da depreciação: caixa na compra do ativo menos caixa obtido na sua venda, e o “lucro” ou “prejuízo” não passam de conserto da depreciação feita a mais ou a menos, a não ser que o valor da venda seja superior ao custo original, quando genuinamente haverá lucro. Uma boa parte dessa confusão ocorre porque, no fluxo de caixa, se compramos e pagamos por mercadorias não vendidas, deduzimos esse valor do Caixa das Operações, ao invés de tratarmos esse desembolso como Investimento. Mas, na compra do imobilizado, consideramos o desembolso como Investimento, é claro. Assim, consideramos que a compra da mercadoria à vista afeta o Caixa das Operações; mas a compra do imobilizado não. Só que os dois ativos adquiridos expiram com o decorrer do tempo; um produzindo receita pela sua própria venda, o outro produzindo ou ajudando a produzir receita pela sua manutenção e utilização, só residualmente pela sua própria venda. A baixa de um chama-se custo da mercadoria vendida e o outro depreciação. Aquele todos sabem que afeta caixa, não necessariamente no mês de seu reconhecimento. Mas fica a falsa idéia de que a depreciação não tem nada a ver com caixa, nunca.

Só para falar num último caso, vejamos a Equivalência Patrimonial, já que esta às vezes tem uma diferença temporal com o caixa ainda maior do que a depreciação e, pior, o seu reflexo no caixa é

seguramente no futuro, ao contrário da maior parte das depreciações, cujo reflexo já aconteceu. Na receita de equivalência agregamos ao ativo algo não ingressado financeiramente, que só afetará o caixa quando do recebimento do lucro ou da alienação do investimento, que poderá demorar décadas; dá para entender por que os tradicionalmente conservadores países da Europa continental relutam até hoje em aceitar essa figura contábil.

Em suma, a Contabilidade a Custo Histórico parte do princípio de que lucro é caixa, mas o aceita apenas em função dos reflexos financeiros já acontecidos ou a acontecer, estes, porém, apenas quando vinculados a transações ocorridas ou a fatos geradores vinculados a essas transações já acontecidas. No longo prazo, o lucro acumulado representará exatamente o incremento de caixa sobre o caixa investido pelos sócios.

Assim, a **Contabilidade a Custo Histórico** nada mais é do que uma **inteligente distribuição do fluxo de caixa das transações ocorridas**. Espetacular porque amarra o lucro ao fluxo financeiro; útil porque mede o desempenho de uma gestão pelas transações acontecidas que já o afetaram ou que o afetarão. Entretanto, não inclui receitas e despesas (entradas e saídas de caixa) por promessas, transações esperadas, expectativas, fatos geradores de caixa ainda por ocorrer etc. E, é claro, exatamente esse último conjunto, o do que não está incluído na Contabilidade de hoje, pode ser, e é comumente entendido, como sua grande falha.

Custo Histórico Corrigido

Sabemos que o Custo Histórico Corrigido é muito mais útil que o Histórico puro; que, mesmo em baixíssimas taxas de inflação, no longo prazo o Corrigido mede de forma muito melhor o lucro. Mas agora somos país quase desenvolvido, com moeda quase forte, logo, podemos ingressar no clube, por exemplo, dos americanos, que consideram como lucro todos os dólares que hoje um acionista obtém, por exemplo, pelo encerramento de sua empresa, contra os dólares nominais nela investidos 30 anos atrás (considerando também, é claro, os fluxos nominais de distribuições de dividendos e novas inversões em capital ocorridas durante esse tempo), mesmo que haja um total de 300% de inflação durante esse período. Ou então está errada a frase inicial deste parágrafo com o “sabemos”. Mas não vamos nos alongar sobre isso. Só afirmar que a não consideração

dos efeitos da inflação é a maior mentira que empregamos na Contabilidade (a outra será comentada à frente). Que falha lastimável afirmarmos e firmarmos o valor de um lucro considerando moedas de momentos diferentes como se fossem absolutamente iguais. Claro, não há moeda verdadeiramente estável, não há taxa de inflação perfeita, mas fugir ao problema é a pior saída.

Se todas as empresas sofressem os efeitos da inflação da mesma forma e no mesmo momento, poderia isso ser dado como forte atenuante, até podendo-se concluir que seria melhor deixar ao usuário a consideração desses efeitos. Mas isso não ocorre; praticamente todas as empresas perdem com mensuração de lucros exagerados ao longo do tempo, com tributação acima da nominalmente legislada e com taxa de retorno e de distribuição de resultado inferior à falada, escrita e atestada. Só que algumas empresas sentem esse efeito imediatamente (como as de grande patrimônio líquido e sem ativo permanente) e outras a longo, muito longo prazo (enormes imobilizados financiados com recursos de terceiros e pouco patrimônio líquido). A iniquidade dessa distribuição heterogênea dos efeitos da inflação, podendo estar superavaliando o lucro de uma empresa ao mesmo tempo em que subavalia o de outra, podendo superavaliar o de hoje e subavaliar o de amanhã da mesma empresa, mas com a segurança de superavaliar, no longo prazo, o de todas, é um enorme desafio que ainda não conseguimos (não tecnicamente) resolver.

Mas louvem-se o IBRACON e o CFC que continuam mantendo como Princípios Fundamentais da Contabilidade a atualização monetária dos valores contábeis e o conceito de que lucro só se obtém depois de mantido o capital monetário investido devidamente corrigido.

CONTABILIDADE A CUSTOS DE REPOSIÇÃO

Edwards e Bell¹ aprimoraram o modelo da Contabilidade a custos correntes, que o Prof. Sérgio de Iudícibus pioneiramente introduziu no Brasil na década de 60, dentro de uma mudança do ângulo em que se vê o lucro e o caixa. Que tal deixar de medir o lucro apenas como base na confrontação entre o

dinheiro que entra e o dinheiro que saiu ou vai sair, mas vinculado ao investido na obtenção daquela receita? Que tal medir o lucro como a diferença entre o caixa que entra pela mercadoria vendida e o caixa que será dispendido na aquisição da mercadoria que substituirá a vendida? Essa é a lógica básica desse modelo.

Originalmente (início do século), o modelo previa algo assim: se o preço de reposição subiu, ajustêmo-lo contabilmente contra o patrimônio líquido como se fosse um ajuste do capital social investido; afinal, se houve o aumento de preço específico, precisamos de mais capital, e como a mercadoria ainda está no estoque, ela mesma estará propiciando esse acréscimo de capital. Na venda, baixa-se esse custo de reposição ativado. Lucro e caixa que sobra após a reposição “batem” de forma muito mais visível. Se for imobilizado, igualmente: ajustamos seu valor ao de reposição, contra o patrimônio líquido, e a depreciação se baseará, daqui para frente, no valor de reposição, para retenção do caixa que, se utilizado no futuro para sua renovação, estará garantindo essa continuidade da capacidade física da empresa. (Isso lembra a nossa reserva de reavaliação?) Mas, nesse modelo original, a conta do patrimônio líquido sempre lá ficaria como uma espécie de ajuste ao capital.

Os holandeses mudaram o conceito (e o praticam, opcionalmente, até hoje), mas com uma diferença: quando a linha do produto é descontinuada, a conta do patrimônio líquido é revertida para o resultado, colocando agora os recursos retidos à disposição dos acionistas; afinal, se há descontinuidade na linha de produção, não há mais razão para reter valores, quer derivados de incremento de preços de mercadorias ou matérias-primas, quer de imobilizados vinculados a essa linha descontinuada. (Interessante nossa versão da realização da reserva de reavaliação, também usada em países europeus, onde essa realização se dá contra lucros acumulados, e não contra o resultado; algo intermediário: não fica eternamente como ajuste ao capital social, mas também não vai ao resultado, porém vai para lucros acumulados, podendo sofrer distribuição como dividendo a partir da baixa do bem)

O modelo mais completo e atual do Custo Corrente faz algo diferente: simplesmente divide o lucro em

¹EDWARDS, Edgar O., BELL, Philip W. *The theory and measurement of business income*. Berkeley, Los Angeles: University of California, 1961.

vários componentes: deduz das receitas o custo das mercadorias, produtos e serviços vendidos, as despesas de depreciação e todas as demais pelos seus valores correntes (não os históricos), chegando ao lucro operacional corrente; depois volta a incluir as diferenças entre os valores de reposição e históricos no resultado, segregadamente, mas avisando a todos: na continuidade essa parcela não é distribuível, precisando ficar retida para repor os fatores de produção que tiveram seu preço aumentado. O modelo também inclui, já por antecipação, no resultado, os ganhos por estocagem de mercadorias e outros realizáveis, bem como os ganhos de capital ainda não realizados nos ativos de uso, descontando esses valores depois, nos períodos seguintes, quando esses valores se realizarem por venda, depreciação etc. (Veja-se como muitas empresas argentinas praticam essa fórmula, separando os lucros comerciais – a preços correntes – dos de estocagem.) (O Prof. Natan Szuster² mostrou que esse modelo também apresenta falhas no cálculo do valor do lucro passível de distribuição e o aperfeiçoou.)

Em resumo, o modelo do Custo Corrente também vincula lucro ao caixa, mas considera o caixa a sair para repor a mercadoria ou o imobilizado sendo baixados, e não o caixa saído, como no Custo Histórico. Porém, depois incorpora a diferença novamente, de forma que, no longo prazo, ambos chegam ao mesmíssimo valor: lucro acaba sendo o caixa incremental ao investido pelos sócios. Note-se que, no modelo brasileiro de hoje, no longo prazo os valores se igualam, não no resultado do exercício, mas sim na conta de lucros acumulados, já que a realização da reserva de reavaliação corre para lá. Nessa conta os dois modelos se igualam e tudo se iguala ao fluxo de caixa físico com o decorrer do tempo.

O Custo Corrente fere o princípio do custo histórico, mas olha o resultado mais para a frente, procurando manter o vínculo entre lucro e caixa, mas o caixa por acontecer após assegurada a manutenção dos fatores de produção sendo consumidos, tudo voltando à mesma base com o tempo. Uma diferença de perspectiva temporal, mas não de objeto: o patrimônio da empresa e, no fundo, o seu caixa. É interessante notar que o Custo Corrente continua parcialmente preso

às transações ocorridas, já que considera fluxo futuro de caixa para a reposição dos ativos baixados (estes são fruto de transações ocorridas) e despesas incorridas (também transações acontecidas). Logo, continua não considerando todos os eventos futuros, expectativas, decisões que provocarão transações futuras etc. Menos objetivo do que o Custo Histórico, mas muito mais útil em certos casos; imprescindível, aliás, em certas situações, o uso do Custo Corrente. Muitas das nossas empresas o praticaram ou ainda o praticam gerencialmente, às vezes até sob o risco de não sobrevivência se desatendido.

Não vamos detalhar, mas o Custo Corrente possui a sua versão acoplada aos efeitos da inflação, quando compara o preço de reposição aos valores históricos corrigidos. Aliás, essa é a versão desde Edwards e Bell em 1961.

VALOR DE REALIZAÇÃO

Muitos têm discutido (Chambers³ foi um pioneiro e enorme “brigador” dessa alternativa) sobre a avaliação dos ativos e passivos pelos seus valores de mercado, mas de mercado de venda. Afinal, qualquer proprietário estaria, em princípio, sempre avaliando: “ganho mais vendendo meus ativos e pagando minhas dívidas ou continuando o negócio?” Nesse modelo geral de avaliação a preços de saída, onde estariam inseridas diversas formas de mensuração como valores de liquidação forçada, equivalentes de caixa e outros, vamos nos centrar no nosso velho conhecido valor líquido de realização, ou seja, valor líquido que obteríamos pela sua venda.

Por esse critério, de novo o foco é o caixa, só que caixa por possível venda dos ativos. No caso dos estoques, esse princípio seria fantástico em muitas ocasiões: mediria os resultados perdidos por não-venda. Ele estaria mostrando, de fato, uma das formas de avaliação da empresa: o que sobraria pelo seu encerramento de forma ordenada.

É interessante que essa avaliação vem sendo praticada em muitos países (V. os USGAAP e os IASC GAPP) e começando também em alguns casos no nosso, para certos instrumentos financeiros. Começou pelas instituições financeiras e vai se expandindo. Em muitos casos, com contrapartida direta no resultado

²SZUSTER, Natan. *Análise do lucro passível de distribuição: uma abordagem reconhecendo a manutenção do capital da empresa*. Tese (Doutorado em Contabilidade). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo, Universidade de São Paulo, 1985.

³CHAMBERS, Raymond J. *Accounting, evaluation and economic Behavior*. Texas, Scholars Book, 1966.

(na verdade praticamos isso há muito tempo para moeda estrangeira, ouro - como ativo financeiro - e algumas commodities). Em outros, com contrapartida temporária em conta de patrimônio líquido (semelhantemente à reavaliação) ou em conta de resultados de exercícios futuros, para trânsito futuro pelo resultado.

É claro que o modelo original completo propõe todos os ativos e todos os passivos pelo seu valor de mercado, e não apenas alguns deles. Mas não deixa de ser interessante notar como a Contabilidade normatizada, praticada, é capaz de ir absorvendo partes de certos modelos conforme as necessidades e circunstâncias, nunca (a não ser na origem, talvez) havendo se fixado num único deles.

Esse princípio de avaliação, se generalizado a todos os elementos patrimoniais, possui um nível de subjetividade muito maior que os anteriores, provoca mais arrepios nos Contadores e principalmente nos Auditores (pelo menos me parece), apura resultados totalmente não realizados e baseados em expectativas, às vezes baseados em transações que seguramente não ocorrerão se tudo continuar bem com a sociedade, mas traz informações utilíssimas para certas ocasiões (aliás, o seu uso em instituições financeiras e securitárias é propugnado com muita firmeza, tendo em vista o grande interesse dos vultosos valores dos seus credores, que querem saber se, na descontinuidade, o valor líquido de liquidação da empresa garante a integridade de seus créditos) e não deixa de ser de interesse vital para a comparação com o valor da empresa, para se saber sobre a genuína agregação de valor pela sua continuidade.

Não deixa o modelo baseado no Valor Líquido de Realização de estar olhando de novo o caixa, só que sob outra perspectiva; e pode estar acoplado tanto ao Custo Corrente quanto ao Custo Histórico, sendo totalmente viável a completa integração entre eles. No encerramento da entidade, os três chegarão a um único valor, e de novo ao conceito: lucro como o diferencial entre os fluxos de caixa dos sócios para empresa e da empresa para os sócios.

CUSTO DE OPORTUNIDADE

O conceito de custo de oportunidade é um dos mais relevantes na economia e nas decisões, não só

do homem como de qualquer ser vivo que decide. É natural, instintivo, intuitivo. (Se o leitor chegou até aqui, arcou com o custo de oportunidade relativo ao que teria ganho se tivesse aproveitado esse tempo para fazer o que considerava a segunda melhor alternativa no momento. Espero que não se considere no prejuízo.)

Mas sua não consideração na Contabilidade é a segunda (e última) mentira com a qual convivemos. Dizer, por exemplo, que uma empresa lucrou porque obteve um resultado que foi de apenas 2% sobre o valor do patrimônio líquido investido quando qualquer alternativa (inclusive a aplicação nos títulos de maior liquidez e menor risco produz mais do que isso) não é dizer a verdade. A consideração do custo do capital próprio como sendo nulo é algo insustentável conceitualmente, é cegueira que parece nos pegar de nascença.

Aliás, aproveitando-se dessa nossa doença quase congênita é que nasceu a óbvia idéia do *Economic Value Added - EVA*[®]. Na verdade, quantos profissionais e professores de Contabilidade já discutiram e tentaram implantar a idéia, pelo menos, do Juro Sobre o Capital Próprio (não só gerencialmente, como o método de custeio *RKW* do início do século, mas também na Contabilidade Financeira – como Schlatter, Anthony e outros até muito mais antigos). O que é essa nova febre do *EVA*[®]? (Nenhuma recriminação aos seus idealizadores, divulgadores e seguidores – muito pelo contrário - que pena que não apareceram mais cedo, pois com um bonito nome em inglês e com uma boa dose de marketing conseguiram acordar tantos executivos que com certeza conheciam a idéia, mas não a praticavam.) O *EVA*[®] nada mais é do que apenas atribuir um custo ao capital próprio e deduzi-lo do lucro!

O Prof. Armando Catelli⁴ vem trabalhando há quase 30 anos no desenvolvimento de um modelo, conhecido por **GECON**, muito mais completo e rico, calcado exatamente no mesmo conceito, o de custo de oportunidade, só que aplicado de forma muito mais ampla (ele precisa mudar o nome e contratar uma boa campanha mercadológica!).

Voltando ao custo de oportunidade: nossa Contabilidade só irá medir bem o lucro quando introduzir de forma completa, abrangente e definitiva, os efeitos da inflação e o custo de oportunidade do capital próprio. De uma maneira bem simples, podemos definir como custo do capital próprio aquele percentual de retorno

⁴Ver CATELLI, Amando (coord.) *Controladoria: uma abordagem da gestão econômica*. GECON. São Paulo, Atlas, 1999.

abaixo do qual os sócios não estariam interessados em entrar no negócio. Ele abrange não só a figura do juro que se obteria com a aplicação de menor risco no mercado (caderneta de poupança, ou título do governo federal, por exemplo) como o adicional decorrente do acréscimo de risco proporcionado pelo negócio. E esse custo pode ser aplicado de forma acoplada a qualquer princípio de avaliação: custos passados, custos de reposição, valores de venda e valores futuros. Pode ser (e é muitas vezes) aplicado a qualquer modelo de gestão ou de custeamento (custeio por absorção, variável, por atividade etc.). Carrega a prática do custo de oportunidade, é claro, todos os problemas relativos à definição de qual o seu percentual para cada uma das empresas (cada uma tem um risco) e, se aplicado gerencialmente de forma analítica, de cada um dos diferentes percentuais aplicáveis a cada negócio (se diferentes negócios praticados pela mesma empresa), a cada linha de produção, a cada produto, a cada divisão etc., já que cada um também tem um risco diferente.

Nós, Contadores, não tivemos a devida coragem de implementá-lo, só que outros o estão fazendo e ganhando dinheiro e notoriedade. Pior, não conseguimos implantar nem a parcela relativa ao Juro Sobre o Capital Próprio (que seria igual para todos, sem incluir o risco do negócio). E ainda tivemos de ver que sua introdução, no Brasil, foi feita para fins fiscais. Nesse caso, parabéns à Receita Federal. Continuamos a reboque.

VALOR PRESENTE DO FLUXO FUTURO DE CAIXA

É comum hoje dizer que o valor econômico de qualquer bem corresponde ao valor presente do fluxo líquido de caixa que se espera esse bem produzirá no futuro. O mesmo se aplica ao caso da empresa como um todo; esse é o critério mais utilizado nos processos de avaliação de empresas para fins de negociação, fusão, cisão, privatização etc. O alvo é sempre o caixa e, no fundo, o que interessa é o futuro; tomamos decisões hoje para procurar maximizar nossos benefícios futuros.

Daí toda a discussão sobre a total falta de utilidade e relevância (idéia da qual discordamos) das Demonstrações Contábeis de hoje. A falada Nova Economia trouxe isso muito à tona, já que a avaliação das empresas por ela abrangidas, por essa forma,

possui a maior discrepância já vista na história contábil com relação às demonstrações tradicionais.

Define-se, inclusive, que a melhor maneira de medir o lucro de uma empresa é pela comparação entre o seu valor de mercado em dois momentos diferentes; o verdadeiro lucro seria o obtido pela diferença entre essas expectativas futuras trazidas a valor presente calculadas em dois pontos distintos do tempo.

Aqui entra de novo o conceito do custo de oportunidade em jogo, já que o desconto a valor presente é feito com base nele. Portanto, para se chegar a esse valor é preciso considerar as expectativas que se tem quanto às transações futuras da empresa, os caixas dela derivados, os investimentos em capital de giro e fixo necessários, os momentos de sua realização para depois se trazer esses fluxos a valor presente. Mas, para trazer a valor presente, é ainda necessário verificar o custo de oportunidade a utilizar como taxa de juro para o cálculo do desconto; é claro que, mesmo que dois fluxos futuros sejam iguais em valor e distribuição no tempo não produzirão o mesmo valor presente se forem diferentes os riscos do negócio. (E por falar em risco, não vamos aqui discutir, apesar de vitais, as técnicas de sua análise a serem aplicadas para se ter, ao invés dos determinísticos e perigosos fluxos de caixa tradicionais, os diversos fluxos alternativos possíveis e/ou prováveis vinculados aos diferentes níveis de probabilidade de sua ocorrência. Em conseqüência, faixas de valor presente, e não um valor definido.)

É interessante lembrar que os valores históricos, numa projeção como essa, só terão importância para averiguação dos valores a serem tributados, porque isso interferirá, é claro, nos fluxos de caixa futuros, e para verificação, em algumas modalidades de avaliação, de quais os dividendos mínimos a serem distribuídos. Só.

É claro que ninguém está pensando (acredito) e falando em se ter uma Contabilidade efetuada, registro a registro, diário e razão, com base no valor presente dos fluxos de caixa futuros. Mas a cobrança que recebemos porque nossos números de hoje, da Contabilidade tradicional a Custo Histórico, nada têm a ver, tão constantemente, com os valores produzidos pelo Valor Presente, é muito grande. Quando, por exemplo, nos cobram a falta de registro do valor do *goodwill*, de uma marca, de um direito de concessão não pago, do capital intelectual, de um ponto comercial ou qualquer outro intangível, o que estão querendo é

que, no fundo, calculemos o Valor Presente Líquido da empresa e aloquemos a diferença entre esse número e o nosso patrimônio líquido contábil entre as diversas razões que o separam: diferença por valor de mercado distinto do valor contábil de cada ativo e passivo, *goodwill* etc. E a falta dessa complementação é que reduz a relevância das nossas demonstrações para quem está interessado “apenas” no futuro.

Tudo bem, isso seria, para nós, o máximo dos problemas com subjetividades, expectativas, riscos de números forjados, planos sem fundamento etc. etc. Talvez esse seja mesmo um papel não dos Contadores, mas dos analistas e outros usuários.

Mas o problema e o risco maiores estão em nos colocarmos na posição de entender ou deixar que os outros entendam que essa seria uma forma *alternativa* ao que existe; o vital é a compreensão de que esses seriam números *complementares* que não eliminam e nem podem eliminar a presença dos outros relativos às transações ocorridas (Custo Histórico). Eles podem, talvez até devessem, estar ladeados pelos números também complementares relativos aos valores de reposição e valores de realização líquidos. Neste último caso, aliás, para avaliação de empresas, nada melhor: afinal, a empresa vale pelo seu valor líquido de realização na hipótese de seu “desmanche” ordenado, ou pelo valor de mercado calcado nas expectativas de fluxo de caixa futuro trazidos a valor presente, **dos dois o maior**.

A falta de objetividade, comprovação, evidência e possibilidade de efetiva auditoria de uma avaliação como essa do Valor Presente Líquido não significa que não possa ser trabalhada e/ou oferecida essa forma de avaliação, ou que ela não tenha nada a ver com as outras formas. A hipótese de sua adoção não implica o abandono das demais, muito pelo contrário.

O objeto dessa avaliação é, e aí consta de seu próprio nome, o caixa; futuro, tão somente. Mas o lucro apurado dessa forma nada mais é do que trazer-se para hoje os lucros a serem apurados na forma tradicional (Custo Histórico) no futuro. A diferença no final da vida da empresa, se todas as previsões se efetivarem, será visivelmente e absolutamente... ZERO. Trata-se, mais uma vez, de uma visão, essa do Valor Presente Líquido, de uma perspectiva diferente: olha-se quase unicamente para o futuro e para as transações ainda não ocorridas. Mas o objeto

é o mesmo e, quando ele se materializar, a verdade será apenas uma.

As únicas duas possibilidades (pelo menos conhecidas até hoje, para sermos bem “científicos” na afirmação) de diferença serão: consideração ou não dos efeitos da inflação e dedução, na medida do decorrer do tempo, do custo do capital próprio. Trabalhadas essas duas variáveis de forma concatenada, jamais haverá diferenças ao final; inclusive os erros que forem ocorrendo por previsões incorretas acabarão sendo ajustados nas apurações seguintes.

MODELOS INTEGRADORES

Todas essas formas de avaliação são diferentes maneiras de se ver o mesmo objeto: de forma geral, o patrimônio da empresa, e de forma específica e final, o seu caixa. A diferença é a perspectiva temporal: transações ocorridas, prestes a ocorrer, que poderiam ocorrer e que se espera ocorrerão.

Mas, no final, lucro continua sendo o que os sócios conseguirem levar comparado ao que trouxeram à empresa. Mesmo quando os sócios mudam com o tempo, uns vendendo sua participação aos outros, o que ocorre é uma diferença entre os lucros de uns com relação aos produzidos pela empresa durante o tempo em que são sócios, com os dos outros, e os produzidos pela empresa ao tempo desses outros sócios. Mas, no final, o lucro é um só e o total do lucro da empresa será igual à soma algébrica dos lucros dos sócios todos durante sua existência. Se alguém inicia uma empresa que consegue ter e mostrar enorme perspectiva de lucros futuros, pode conseguir vender sua participação realizando um lucro que pode ser enorme face a um resultado ainda pífio contabilizado na empresa. Digamos que esta venha de fato a produzir resultados efetivos (do ponto de vista da nossa Contabilidade de hoje) depois, que serão mesmo estupendos; para os novos sócios, seus verdadeiros lucros serão o que conseguirem da empresa diminuído do investimento que eles fizeram, e não dos que a empresa fez; assim, terão uma amortização adicional a fazer pelo que pagaram de *goodwill* aos sócios anteriores para chegar ao seu resultado (deles, novos sócios). Se a empresa agora se encerrar com um belo lucro acumulado, registrado só ao seu final, não mudará a equação: esse será o mesmo lucro total dos sócios todos, antigos e posteriores. Podem ocorrer prejuízos

para sócios com a empresa obtendo resultados positivos e vice-versa; afinal, vemos isso todo o dia no mercado acionário. Mas, no final, o total dos lucros de todos os sócios será o total dos lucros da empresa ao longo da sua vida. (De novo, só haverá que compatibilizar as taxas de inflação consideradas pelos sócios e pela empresa e o custo de oportunidade também de uns e outros em cada unidade de tempo considerada para não surgirem discrepâncias; ou então, não considerar nem uma coisa nem outra: não haverá discrepância, só que estarão todos errados em suas avaliações.)

E esses lucros da empresa, ao longo de sua vida toda, podem ser medidos não só pelo Custo Histórico tradicional, mas também pelo Valor Corrente (reposição), Valor Líquido de Realização, Valor Presente dos Caixas Futuros e outras formas que, por simplificação, não estamos aqui considerando. E todos ao mesmo tempo. E todos se interligam e se complementam. O problema maior é antes o relativo à leitura e ao entendimento de uma demonstração integradora como essa, do que à técnica de sua elaboração; é claro, há também os provavelmente nada tão insignificantes gastos com a captação e tratamento dos dados necessários para gerar as informações necessárias (não há “*free lunch*” nem “*free data*” neste mundo). É uma questão de relação custo/benefício, para a empresa e para o usuário, não de incompatibilidade entre os diferentes princípios de avaliação.

Não vamos aqui introduzir um exemplo como esses que mostram a integração entre tantas formas diferentes de avaliação porque consideramos que muitos leitores, se não todos, terão capacidade de mentalmente visualizar essa possível integração; além disso, como faremos com o livro que estamos terminando com o Prof. Paulo Roberto da Silva, da Universidade Federal Fluminense, e vários outros doutorandos da FEA/USP sobre o assunto? (Desculpem o plim-plim)

PARA ARREMATAR

São várias as formas de se medir patrimônio e lucro de uma empresa; desde o Custo Histórico, com base nas transações ocorridas, passando pelo Custo Corrente, considerando a reposição dos fatores de produção sendo consumidos, avaliando cada ativo e passivo pelo seu Valor Líquido de Realização e chegando ao Valor Presente dos Fluxos de Caixa

Futuros. Todas elas consideram, no fundo, um único objeto: o **caixa**; ora o caixa acontecido, o prestes a acontecer, os que aconteceriam se ativos e passivos fossem vendidos, o que se espera vá ocorrer etc.

Logo, não são modelos alternativos, que implicam, obrigatoriamente, a eliminação ou não adoção dos demais; podem simplesmente ser tratados como complementares. Isso já é utilizado, inclusive por algumas empresas, no caso da conjugação do Custo Corrente com o Custo Histórico. Os modelos para essa alternativa, aliás, são muito estudados e divulgados há décadas. Inclusive com o uso de valores Corrigidos. Acoplar os Valores de Realização é uma questão relativamente simples; e adicionar o Valor Presente Líquido é, na verdade, uma questão um pouco complexa, se se quiser avaliar cada ativo e passivo dessa forma, ou mais simples se se quiser introduzir esse conceito apenas para o valor da empresa como um todo e tratar-se todo o diferencial como *goodwill*. De qualquer maneira, tudo é possível. Todos os conceitos se encontram, convergem, ao invés de divergirem.

Precisamos dominar mais essas concepções todas porque muito do que se diz e escreve contra a Contabilidade, como ainda praticada, é, pelo menos na nossa opinião, por falta dessa visão integral e abrangente que realmente mostra toda a complementaridade existente entre elas. Precisamos ter à mão as análises de prós e contras de cada uma delas, a relação custo/benefício do nosso ponto de vista e, o mais importante, do ponto de vista do usuário. Ele precisa, praticamente, de todas elas.

Antigamente (há séculos), no mundo exclusivo do empresário/gestor, sem problema sério de inflação, com preços específicos também bastante estáveis e economia com mudanças estruturais apenas a longo prazo, o Custo Histórico era único e extraordinariamente suficiente. Continua importante, mas com o decorrer do tempo o uso do Custo Corrente passou a crescer de importância e, em alguns casos, a precisar conviver com o anterior; hoje, com preços específicos de certas matérias-primas e imobilizados muitas vezes declinantes, ele perde importância. Com o incremento de terceiros não sócios com fortes valores dentro de alguns tipos de empresas, como as financeiras e as seguradoras, o Valor Líquido de Realização passou a ser um atestado de garantia. Mas, no mundo dos investidores em ações que cresce enormemente (praticamente 1 em cada 2 norte-americanos investe nesse mercado; mesmo os alemães, mais aficcionados

do crédito e da renda fixa, vêm mudando seu perfil muito rapidamente, e assim caminha o mundo desenvolvido – nós estamos ainda muito longe disso), o fundamental, cada vez mais, é a disponibilização do Valor Presente Líquido. Eles querem, e muito, saber das perspectivas futuras. Só que isso não significa, inclusive e talvez principalmente para esses mesmos investidores, a substituição de demonstrações; eles decidem com base nas informações e expectativas sobre o futuro, mas acompanham e conferem com base no velho Custo Original.

No longo prazo, todas as formas acabam chegando a um único lucro acumulado, e ele é dado, em última instância, pelo Caixa. As várias concepções produzem, por partirem de perspectivas distintas, números diferentes na dimensão temporal, e muitas vezes detalhamentos diferentes entre as linhas das demonstrações.

Os únicos fatores que, no longo prazo, podem fazer divergir a mensuração do lucro são: inflação e custo de oportunidade. E o não uso desses dois fatores continua sendo falha nossa, Contadores, imperdoável.

Para o primeiro, dispomos de metodologias simplificadas e complexas (modelo “societário” e correção integral, por exemplo). Para o segundo, sequer tivemos a coragem da aplicação da primeira parcela, a relativa ao Juro do Capital Próprio, e esse é um ponto simplérrimo e viável; para a segunda, a relativa ao risco, realmente a situação é mais complexa (mas não inviável – lembremo-nos do ‘banal’ EVA®).

Em suma, todo o lucro é ou implica a figura do caixa; todas as formas de avaliação, ao final, chegam ao mesmo lucro e ao mesmo caixa, com o problema apenas da inflação e do custo de oportunidade. Os diferentes conceitos e princípios de avaliação patrimonial e, conseqüentemente, de lucro, são totalmente complementares; nenhum deles possui todas as informações, utilidade e qualidade desejadas pelos usuários. Devem ser tratados como um ajudando e completando o outro, e não como mutuamente excludentes.

Que tal devotarmos mais atenção e ação a esses aspectos? E em especial à inflação e ao custo de oportunidade?

BIBLIOGRAFIA

- ANTHONY, Robert N. Accounting for the cost of equity. *Harvard Business Review*, Boston : Harvard University, n. 6, p. 88-102, nov.- dec. 1973.
- CATELLI, Armando (coord.). *Controladoria: uma abordagem da gestão econômica –GECON*. São Paulo : Atlas, 1999.
- CHAMBERS, Raymond J. *Accounting, evaluation and economic behavior*. Texas : Scholars Book, 1966.
- EDWARDS, Edgar O., BELL, Philip W. *The theory and measurement of business income*. Berkeley, Los Angeles : University of California, 1961.
- MARTINS, Eliseu. Contabilidade versus Fluxo de Caixa. *Caderno de Temática Contábil, IOB*, n. 20, maio 2000 e também in *Caderno de Estudos*, São Paulo: FIEPECAFI e EAC/FEA/USP, n. 20, v.11, p. 9-17, jan./abril 1999.
- NASCIMENTO, Auster Moreira. *Uma contribuição para o estudo dos custos de oportunidade*. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 1998.
- SCHLATTER, C. F., SCHLATTER, W. J. *Cost Accounting*. 2 ed. New York: John Wiley & Sons, 1957.
- SCHMIDT, Paulo. Apresentação de demonstrações contábeis segundo o princípio do custo corrente corrigido. Trabalho *Caderno de Temática Contábil, IOB*, 2000.
- SILVA, Paulo Roberto da. *Contribuição para o entendimento dos indicadores de valor baseado no mercado - uma análise crítica do market value added*. Tese em desenvolvimento (Doutorado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2000.
- STEWART, G. Bennett. *The quest for value: the EVA management guide*. New York : Harper Business, 1991.
- SZUSTER, Natan. *Análise do lucro passível de distribuição: uma abordagem reconhecendo a manutenção do capital da empresa*. Tese (Doutorado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 1985.