

Artigo

## Avaliação de ativos intangíveis por fluxo de caixa descontado em operações societárias

*Valuation of intangible assets by discounted cash flow in corporate transactions*

Osny Mendes Bello e Lessa<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Graduando em Direito pela Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Rio de Janeiro. Membro da Liga Acadêmica de Direito Societário da Universidade Federal do Rio de Janeiro. ORCID: 0009-0004-2821-7372. E-mail: [osnybello@hotmail.com](mailto:osnybello@hotmail.com).

Submetido em: 03/04/2025, revisado em: 04/04/2025 e aceito para publicação em: 07/04/2025.

**Resumo:** O objetivo deste artigo é apresentar uma análise detalhada da metodologia de avaliação do fluxo de caixa descontado (FCD), com ênfase na aplicação dessa técnica em operações de fusões e aquisições. O texto explora a teoria do valor de ativos, baseando-se na definição de fluxo de caixa descontado, que determina o valor justo de um ativo a partir da projeção dos fluxos de caixa futuros trazidos a valor presente. Mais além, o artigo discute as variáveis essenciais ao cálculo do valor justo, como as estimativas de fluxos positivos e negativos de caixa, taxa de crescimento na perpetuidade e a taxa de desconto. O estudo também aborda os desafios de avaliação de ativos intangíveis, como marcas e patentes, e como esses ativos devem ser considerados no contexto de um valuation. O artigo conclui destacando as peculiaridades do valuation por fluxo de caixa descontado e sua aplicação na definição de preços em operações de fusões e aquisições, além de alertar para a importância da consistência das premissas adotadas pelo avaliador.

**Palavras-chave:** Operações de M&A; fusões e aquisições; Valuation; Valor Justo; Ativos Intangíveis.

**Abstract:** The purpose of this paper is to provide a detailed analysis of the discounted cash flow (DCF) valuation methodology, with a focus on its application in mergers and acquisitions. The text explores the theory of asset value, based on the definition of discounted cash flow, which determines the fair value of an asset from projected future cash flows discounted to present value. Furthermore, the article discusses key variables for calculating fair value, such as cash flow estimates, the perpetual growth rate, and the discount rate. Based on this foundation, the paper also addresses the challenges of valuing intangible assets, such as trademarks and patents, and how these assets should be considered in the context of a valuation. The paper concludes by emphasizing the specificities of DCF valuation and its role in price determination during mergers and acquisitions, also highlighting the importance of consistency in the assumptions used.

**Keywords:** Discounted Cash Flow; Valuation; Fair Value; Intangible Assets; Mergers and Acquisitions; Discount Rate.

### 1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS

O fluxo de caixa descontado é uma técnica de avaliação de ativos, amplamente utilizada em operações de fusões e aquisições, pela qual se busca estimar o valor justo de um ativo trazendo a valor presente - por uma taxa de desconto que reflita os riscos inerentes ao negócio - os fluxos de caixa esperados durante o horizonte de análise.

Um exemplo pode facilitar a compreensão da metodologia. Imagine que ao longo de um período de 5 anos espera-se que um ativo X seja capaz de gerar R\$ 1.000.000,00 de caixa livre para seu acionista, em razão de suas atividades operacionais. Considerando uma taxa de desconto de 10% e que não haverá crescimento na perpetuidade, o valor justo desse ativo, com base na metodologia do fluxo de caixa descontado, seria de R\$ 620.921,32.

A metodologia se assemelha à avaliação por múltiplos, já que ambas partem de um ponto comum: tanto em uma, quanto na outra metodologia, o que temos é uma estimativa do resultado futuro esperado do ativo, baseando-se em premissas que podem ou não se concretizar, sendo uma delas a de continuidade operacional da empresa, ou seja, parte-se do pressuposto que a entidade não será liquidada no longo prazo e continuará gerando valor em razão de suas atividades operacionais, de financiamento e de investimento.

A grande diferença entre os métodos é que na avaliação por fluxo de caixa descontado, as premissas

utilizadas pelo analista ou avaliador são estabelecidas de forma explícita. Ou seja, é possível identificar exatamente o que está sendo projetado e muitas vezes a razão de se ter estabelecido tal premissa; o que não ocorre em regra na avaliação por múltiplos. Além disso, na avaliação por múltiplos o valor justo de um ativo é definido de acordo com o valor de negociação de ativos com características similares e razoavelmente comparáveis.

Notem que a ideia central da metodologia do fluxo de caixa descontado, como regra, é estimar o valor justo de um ativo considerando que ele continuará entregando resultados e gerando caixa de forma consistente a partir de suas atividades, sejam elas operacionais ou não.

Espera-se que a geração de caixa de uma sociedade parta principalmente de suas atividades operacionais, nas quais poderá ser encontrada grande parte de seu valor justo. Contudo, é possível - e provável - que obrigações que não decorram diretamente das atividades operacionais da entidade impliquem em dispêndio de recursos financeiros, o que pode se dar de forma contínua ou não, como, por exemplo, o pagamento de juros e amortizações em contratos de financiamento, impactando assim na geração de caixa, razão pela qual, a depender do horizonte de investimento, levar em consideração esses fatores pode ser uma boa opção, a fim de assegurar credibilidade à análise.

A saúde financeira de uma entidade com fins lucrativos está diretamente atrelada à capacidade de cumprir com suas obrigações e ainda entregar um retorno

positivo para os sócios ou acionistas, majoritariamente com o caixa gerado de suas operações.

Uma sociedade que, embora reporte lucros consistentes na consecução de seu objeto social, mas que não seja capaz de gerar caixa suficiente a partir de suas atividades para fazer frente com suas obrigações e/ou remunerar adequadamente seus sócios ou acionistas, tende a ser mais arriscada, pois sua continuidade operacional é em muito dependente de aportes de recursos vindos dos stakeholders, o que não se mostra sustentável no longo prazo.

## 2 METODOLOGIA DE AVALIAÇÃO

O cálculo do valor justo de um ativo pelo fluxo de caixa descontado depende da fixação de três variáveis: a) as estimativas de fluxo de caixa livre para a firma (“FCFF” – Free Cash Flow to Firm) ou para o acionista ou sócio (“FCFE” – Free Cash Flow to Equity) ou, ainda, dividendos descontados (“DDM” – Dividend Discount Model); b) a taxa de crescimento na perpetuidade; e (iii) a taxa de desconto, pela qual os fluxos futuros deverão ser trazidos a valor presente.

Tanto o FCFF quanto o FCFE consideram a estimativa de geração de caixa livre após realizados todos os gastos necessários à manutenção e expansão dos ativos operacionais da sociedade. A diferença primordial entre ambos é que o FCFF considera os fluxos de caixa disponíveis à empresa como um todo, ou seja, tanto para acionistas ou sócios quanto para credores. Por outro lado, o FCFE considera apenas o fluxo de caixa disponível para os sócios ou acionistas, ou seja, após o pagamento de obrigações financeiras.

O modelo de dividendos descontados, por sua vez, consiste em avaliar o papel trazendo a valor presente os dividendos futuros esperados, conforme ensina Damodaran (2012, p. 323):

O modelo mais simples para avaliar o patrimônio líquido é o modelo de desconto de dividendos (DDM) - o valor de uma ação é o valor presente dos dividendos esperados sobre ela. Embora muitos analistas tenham se afastado do modelo de desconto de dividendos e o vejam como antiquado, grande parte da intuição que impulsiona a avaliação do fluxo de caixa descontado decorre do modelo de desconto de dividendos. Na verdade, existem empresas em que o modelo de desconto de dividendos continua sendo uma ferramenta útil para estimar o valor.

A taxa de crescimento na perpetuidade, ponto sensível do *valuation*, guarda relação com a proposta de avaliação de um negócio: a premissa de continuidade operacional. Ora, não se compra um ativo esperando que após 5 ou 10 anos ele irá sucumbir. Parte-se da premissa que após o horizonte de projeção, o ativo continuará operando e mais, apresentará crescimento razoável, compatível com os investimentos realizados.

Para preservar a fidelidade da avaliação, é importante que a taxa de crescimento na perpetuidade seja conservadora ou ao menos guarde relação com a realidade.

Não parece razoável assumir que uma determinada sociedade apresentará um crescimento nominal de 10% ao ano em suas receitas ao longo de toda sua existência.

Já a taxa de desconto reflete o risco atrelado ao ativo analisado, sendo prática consolidada no mercado financeiro e contábil o cálculo por meio das metodologias do *Weighted Average Cost of Capital*, traduzido para o português como Custo Médio Ponderado de Capital (“WACC”) ou o *Capital Asset Pricing Model*, traduzido para o português como Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (“CAPM”).

As metodologias em questão são complementares entre si, inclusive, o CAPM, por ser medida hábil à mensuração dos riscos de um ativo, pode ser utilizado no cálculo do WACC.

As principais diferenças entre uma e outra metodologia residem em suas finalidades e no parâmetro para definição de riscos. Enquanto o WACC se presta a mensurar o custo médio de capital de uma empresa, o CAPM visa dimensionar o retorno esperado de um ativo considerando o risco – representado principalmente pela volatilidade do ativo no mercado – apresentado em comparação com outras alternativas mais seguras.

Uma crítica relevante quanto à utilização do CAPM como taxa de desconto no *valuation* é a dificuldade de se identificar ativos comparáveis, com características e riscos similares, especialmente ao ser considerado risco como um sinônimo para volatilidade.

Essa dificuldade não é intransponível e pode ser mitigada em partes caso a noção de risco passe a levar em consideração as características inerentes à própria empresa enquanto atividade empresarial organizada, e não à volatilidade de sua cotação em bolsa, já que a listagem em bolsa é um privilégio reservado a um restrito grupo de sociedades. Em outras palavras, o que se propõe é a definição de uma taxa de desconto tendo por base, entre outros elementos, os fatores de risco inerentes àquele negócio específico, como o porte empresarial, sazonalidade das receitas, grau de alavancagem financeira, nível de concentração da carteira de clientes, entre outros fatores.

Apesar disso, a obtenção de dados a respeito de operações de compra e venda de participações societárias, como regra, é um tanto limitada, pois normalmente estão acobertados por cláusulas de confidencialidade, o que impede a divulgação pública do preço, entre outras informações. Nos casos em que tais operações ou seus termos são divulgados, é comum não haver menção ou informação a respeito do preço, notadamente em se tratando de companhias fechadas ou sociedades limitadas.

Por outro lado, em se tratando de companhias abertas, a obtenção de informações sobre operações de compra e venda de participações societárias é relativamente viável, já que por questões legais e regulatórias relacionadas à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), estas são obrigadas a disponibilizar determinados dados a respeito da transação, notadamente o preço a ser pago pela participação. Assim, uma consulta ao site de relacionamento com investidores da companhia, ou ao site da Comissão de Valores Mobiliários, já permitiria a obtenção desses dados.

No caso das companhias abertas, notadamente aquelas com listagem em bolsa de valores, há outro fator limitante e que pode comprometer a precisão da análise: o reduzido e limitado horizonte de amostragem. Segundo dados levantados junto ao site da B3, atualmente existem somente 376 companhias listadas e com cotação em bolsa. Nesse cenário, pode se mostrar desafiador encontrar empresas que compartilham o mesmo setor de atividade e que guardam similitude em termos de dados financeiros, operacionais e porte, sendo certo que esses fatores, por si só, podem dificultar em muito a análise da taxa de desconto sob a ótica do CAPM.

### 3 AVALIAÇÃO DE ATIVOS INTANGÍVEIS POR FLUXO DE CAIXA DESCONTADO EM OPERAÇÕES SOCIETÁRIAS

#### 3.1 ATIVOS NÃO OPERACIONAIS

Um ponto digno de nota e que pode suscitar dúvidas quanto à metodologia sob estudo é o tratamento a ser conferido aos ativos que não geram caixa por si só (ou não têm impacto, no geral, sobre o caixa) no âmbito do *valuation*. Eles são levados em conta na projeção? A resposta é: depende.

A integridade e confiabilidade de um *valuation* com base no fluxo de caixa descontado está intrinsecamente relacionada à probabilidade de materialização dos fluxos projetados. A princípio, é possível projetar o potencial resultado decorrente da venda de um ativo não operacional, inclusive um intangível, fazendo-o integrar a avaliação. Contudo, o que definirá se essa é uma decisão adequada ou não é a probabilidade de ocorrência dessa operação.

No contexto específico das fusões e aquisições é possível ainda que determinados ativos de titularidade da entidade não tenham relevância econômica para o potencial adquirente da participação societária, sendo coerente e comum desconsiderá-los do *valuation*, caso em que poderão ser objeto de um ajuste de preço ou segredados da operação, por meio de redução de capital, cisão parcial, entre outras alternativas.

#### 3.2 AVALIAÇÃO DE ATIVOS INTANGÍVEIS

A perspectiva de valor justo das sociedades alterou-se ao longo do século XXI: se antes o valor justo de uma companhia se situava grande parte em seus ativos fixos, hoje as sociedades mais bem-sucedidas são as de tecnologia e serviços, cujo valor se encontra principalmente em ativos sem presença física, como bem observa Damodaran (1957):

No começo do século passado, eram as empresas ferroviárias e industriais que se situavam na vanguarda do mercado de ações, extraindo seu poder dos ativos fixos – terra, fábrica e equipamentos. As empresas mais bem-sucedidas de nossa geração são as de tecnologia e de serviços, cujo valor se baseia principalmente em ativos sem presença física, como marca, tecnologia e capital humano. Ao avaliar empresas com ativos intangíveis, os investidores precisam

navegar em meio a convenções contábeis que nem sempre são compatíveis com as adotadas para empresas industriais.

Eliseu Martins, renomado doutrinador contábil brasileiro, define ativos intangíveis como ativos que representam direitos, privilégios ou vantagens de ordem legal, econômica ou financeira. Para o doutrinador, a avaliação desses ativos deve considerar, não só os custos incorridos para adquirir ou desenvolvê-los, mas também sua capacidade de gerar benefícios econômicos futuros.

Por estarem correlacionados ao valor justo de uma determinada sociedade, os ativos intangíveis devem, como regra, ter seus benefícios econômicos esperados levados em consideração no *valuation*. As abordagens de avaliação, contudo, podem variar de acordo com a natureza do ativo e a perspectiva adotada no momento de seu reconhecimento, como ensina o Manual De Avaliação de Ativos de Propriedade Intelectual da *International Chamber of Commerce* (“ICC”):

Uma forma de medir o valor de um ativo é estimar os benefícios econômicos futuros esperados que podem ser gerados pelo ativo. Quanto maior o grau de confiabilidade com que esses benefícios puderem ser medidos ou estimados, mais precisa será a avaliação. É importante notar que os ativos de PI não têm um valor absoluto — eles podem ter resultados diferentes de avaliação, dependendo de como podem ser ou como serão colocados em uso comercial e por quem.

Além disso, um exercício de avaliação pode ser inerentemente subjetivo.

Há uma série de fatores que desempenham um papel fundamental na avaliação de PI: o benefício econômico esperado geralmente é influenciado por fatores legais (por exemplo, o direito sobre PI será concedido pelo escritório de patentes), incertezas tecnológicas (por exemplo, é a tecnologia pronta para ser comercializada) e forças de mercado (por exemplo, como os concorrentes estão evoluindo em seus respectivos ativos de PI).

De acordo com o manual, é possível adotar três principais abordagens de avaliação: a) abordagem de custo, b) abordagem de receita e c) abordagem de mercado. Nesse sentido:

Dentro da abordagem de custo pode-se distinguir entre: j o método de custo histórico, que leva em consideração os registros contábeis do proprietário do ativo de PI para estabelecer o custo real da criação e desenvolvimento do ativo de PI; j o método de custo de reprodução (ou replicação), que olha para o custo total, a preços atuais, do desenvolvimento de uma réplica exata do ativo de PI; e j o método de custo de substituição, calculando o custo, a preços atuais, de criar um ativo que forneça a mesma funcionalidade ou utilidade do ativo de PI original, mas que devido

a novas tecnologias pode realmente ir além do direito de PI original.

A abordagem de custo é conhecida por ser uma opção mais objetiva e conservadora, notadamente por se basear em fatos efetivamente ocorridos – custos diretos e indiretos incorridos. Contudo, por não refletir os potenciais benefícios econômicos esperados do ativo, a abordagem pode se revelar a não mais adequada.

Já a abordagem de receita, que mais interessa ao presente artigo, parte da premissa fundamental da avaliação por fluxo de caixa descontado, segundo a qual o valor de um ativo decorre da expectativa de rentabilidade futura sobre ele depositada. Por essa razão, a metodologia do fluxo de caixa descontado se mostra adequada para avaliar ativos intangíveis. Ainda de acordo com o manual

A abordagem da receita para a avaliação de PI baseia-se na premissa de que o valor de uma empresa ou de um ativo empresarial emana do rendimento que o negócio ou ativo pode gerar para o investidor — o valor de um ativo empresarial equivale aos ganhos estimados que o ativo pode produzir (na forma de renda adicional ou custos evitados) ao longo de sua vida produtiva. O tempo e a quantidade de ganhos são estimados para a vida produtiva do ativo intangível. Esses ganhos são descontados na data de aquisição de ativos usando uma taxa que reflete o custo de retorno de capital ajustado para o risco do fluxo de lucros futuros.

Relativamente aos ativos de propriedade intelectual, cujo licenciamento implica na necessidade de pagamento de royalties, é possível, para além da metodologia do fluxo de caixa descontado (FCD), adotar a metodologia de assistência de royalties (RFR). Esta segunda metodologia parte da premissa de que com a aquisição de um ativo de propriedade intelectual haverá uma economia com relação ao valor que eventualmente seria despendido com o pagamento de *royalties* caso se optasse pelo licenciamento do uso do ativo, nesse sentido o manual ora citado indica:

O método RFR desconta pagamentos hipotéticos de royalties futuros. Ele pode usar as mesmas receitas e projeções de custos usadas na modelagem DCF. Se o Direito sobre PI estava anteriormente sob licença, a mesma taxa de royalties pode ser aplicada; se esse não for o caso, uma taxa comparável paga no mercado pode ser identificada. Existem empresas com acesso considerável a taxas de royalties e certos sites fornecem acesso aos assinantes aos bancos de dados de royalties.

Ambas as metodologias podem ser de grande valia em operações de fusões e aquisições, uma vez que ativos de propriedade intelectual, como marcas, patentes, direitos autorais, entre outros, como regra, têm grande valia para as sociedades e devem ser levados em consideração na definição do preço de aquisição.

Assim, conclui-se que a forma de avaliação mais adequada para os ativos intangíveis irá depender da natureza e repercussão dos benefícios econômicos esperados destes. Naturalmente ativos igualmente classificados contabilmente como intangíveis, mas que possuam natureza distintas, como um direito de uso de determinada marca e um ágio por expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) irão comportar critérios e metodologias de avaliação distintas.

#### 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Primeiramente, a avaliação por fluxo de caixa descontado não leva em consideração, a princípio, ativos a respeito dos quais não se espera obter uma geração de caixa. O motivo é muito simples e pode ficar mais claro com um exemplo: se o valor de uma participação societária equivale a 5 (cinco) vezes o fluxo de caixa esperado em um horizonte de 5 anos, trazido a valor presente, esse valor obtido não irá contemplar eventuais ativos que não tenham influência direta ou indireta na geração de caixa.

Como já abordado, tal circunstância pode ser mitigada por diversas formas, inclusive segregando-o da operação ou avaliando-o em separado dos demais bens e direitos, podendo ser adotadas até outras metodologias como o valor patrimonial para complementar a definição do preço.

Em segundo lugar, o grau de subjetividade da metodologia do fluxo de caixa descontado implica na necessidade de direcionar atenção especial às premissas adotadas pelo avaliador. É imprescindível estudar o raciocínio que conduziu o avaliador a adotar determinadas premissas, taxa de desconto (nesse aspecto, a expectativa de variação cambial, inflacionária, na taxa básica de juros (SELIC), entre outros fatores, podem sensibilizar a análise) e expectativa de crescimento na perpetuidade.

Todo cuidado é pouco e, como já comentado, mudanças sutis nas variáveis estabelecidas podem alterar substancialmente o valor justo encontrado para o ativo. Se de um lado um valuation com o preço muito esticado pode afetar as perspectivas de retorno do potencial adquirente, de outro, um preço muito abaixo do que o vendedor pretende obter ou do que se considera o valor justo da participação societária, pode conduzir ao encerramento das tratativas de negociação.

Uma terceira e última observação é no sentido de que determinados bens intangíveis podem ser objeto de amortização (grosso modo, é uma espécie de depreciação de intangíveis), sendo tal despesa, em regra, dedutível da base de cálculo do imposto sobre a renda e da contribuição social sobre o lucro líquido das pessoas jurídicas sujeitas ao regime de apuração pelo lucro real. A matéria é regulada na subseção IV do Regulamento do Imposto de Renda (Brasil, 2018).

#### REFERÊNCIAS

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). **CPC 46 - Mensuração do valor justo**. São Paulo: Comitê de Pronunciamentos Contábeis, 2018. Disponível em: <https://www.cpc.org.br>. Acesso em: 8 nov. 2024.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM).  
**Resolução CVM nº 78, de 29 de março de 2022.** Dispõe  
sobre a regulamentação do exercício de atividades  
relacionadas a fundos de investimento. Diário Oficial da  
União, Brasília, 29 mar. 2022. Disponível em:  
<https://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 8 nov. 2024.

B3. **Bolsa de valores – Diário.** Disponível em:  
[https://www.b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/valor-de-mercado-das-empresas-listadas/bolsa-de-valores-diario/](https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/valor-de-mercado-das-empresas-listadas/bolsa-de-valores-diario/). Acesso em: 8 nov. 2024.

DAMODARAN, Aswath. **Valuation: como avaliar empresas e escolher as melhores ações.** 1957. Tradução de Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: LTC, 2012.

MARTINS, Eliseu. **Contabilidade de Custos.** 10. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

INTERNATIONAL CHAMBER OF COMMERCE (ICC). **Manual de Avaliação de Ativos de Propriedade Intelectual.** 2019. Disponível em: <https://iccwbo.org>. Acesso em: 8 nov. 2024.

BRASIL. **Regulamento do Imposto de Renda (RIR/2018).** Aprovação do Regulamento do Imposto de Renda, aprovado pelo Decreto nº 9.580, de 22 de novembro de 2018. Diário Oficial da União, Brasília, 22 nov. 2018. Disponível em:  
[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto/2018/D9180.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/2018/D9180.htm). Acesso em: 8 nov. 2024. Subseção IV.