

LAUDOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: PRÁTICAS ADOTADAS NO BRASIL.

RESUMO

O objetivo deste trabalho é identificar qual ou quais as metodologias de avaliação econômica de empresas são mais utilizadas por empresas avaliadoras no Brasil, tendo por base a Instrução CVM 361/2002 que dispõe sobre o procedimento aplicável às Ofertas Públicas de Aquisição de ações (OPA) de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta por valores mobiliários. Para a consecução dos objetivos explicitados, esta pesquisa tomou como referência a bibliografia sobre o tema, bem como os laudos de avaliação elaborados e divulgados na página eletrônica da Comissão de Valores Mobiliários. Subsequentemente, foram verificados os métodos de cada instituição na avaliação das empresas. Como resultado obteve-se que, apesar da existência de metodologias mais desenvolvidas, segundo a literatura pesquisada, as instituições adotam como método principal de avaliação, o fluxo de caixa descontado. Por fim, verificou-se que em relação à justificativa para utilização do método de avaliação as empresas normalmente escolhem aquele que representa o maior valor para a companhia avaliada, não fundamentando de forma convincente os motivos da utilização.

Palavras-chave: Laudo. Avaliação. Fluxo de caixa.

1 INTRODUÇÃO

Os motivos para se avaliar uma empresa podem estar relacionados a diversos fatores, como a escolha de uma carteira de investimentos, a definição do preço justo a se pagar ou a receber em uma transação de compra e venda de ativos, decisões de financiamento, dentre outros.

Além desses, outro motivo, e que será objeto de estudo deste trabalho são as Ofertas Públicas de Aquisição de ações (OPA) de companhia aberta. Nesse caso, os laudos de avaliação estão previstos na Lei 6404/76 e são normatizados pela Instrução CVM nº 361/2002. Além de cumprir exigências legais, os Laudos de Avaliação tem sido um importante instrumento para transmitir informação das empresas ao mercado em geral e, principalmente, aos acionistas, de modo que avaliem a posição atual e criem suas perspectivas para o desempenho futuro das companhias. No entanto, há questionamentos em relação à qualidade desses laudos.

Por exemplo, em matéria publicada pelo jornal Valor Econômico, no dia 03/07/2007, foram apontadas fragilidades presentes nos laudos de avaliação de empresas no Brasil. Publicou-se que o Laudo nada mais é do que um documento em que uma instituição independente apresenta a avaliação de preços de um negócio, sendo que, em alguns casos, as regras de mercado obrigam sua contratação. Segundo a reportagem, apesar da finalidade do laudo ser justificar racionalmente as condições de uma operação, as polêmicas em torno desse documento são crescentes.

As críticas tiveram como ponto de partida os laudos de avaliação de empresas como a Oi celular, cujo objetivo era a transferência da empresa dentro do próprio grupo, bem como da

operação de incorporação da Trikem pela Braskem. Dentre as críticas apresentadas, destacam-se a falta de explicações e justificativas das premissas utilizadas.

Observe-se, porém, que a qualidade de um laudo de avaliação, além de está relacionada com a qualidade dos dados, das informações e do tempo despendido em compreender e analisar a empresa avaliada, está relacionada aos métodos de avaliação os quais são importantes instrumentos para auxiliar aqueles que estão envolvidos num processo de avaliação de empresas.

A definição do valor de uma empresa, portanto, requer do analista a aplicação de técnicas e metodologias fundamentadas em teorias específicas ou na combinação dessas. Nesse sentido, tendo em vista a regulamentação da CVM, o objetivo deste trabalho é verificar quais as metodologias mais utilizadas pelas instituições avaliadoras, tomando por base os laudos de avaliação elaborados no período de 2006 a 2010.

Com este estudo, espera-se contribuir com a melhoria dos processos de elaboração de laudos de avaliação de empresas, apresentando relevância tanto sob o aspecto prático, pois visa identificar os métodos de avaliação empregados por diversas instituições responsáveis pelas avaliações, algumas de nível internacional, quanto para a academia podto que o cálculo do valor de empresas é um tema recorrente à luz da teoria de finanças.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Avaliar uma empresa não é uma tarefa das mais fáceis, já que exige do avaliador coerência e rigores conceituais e técnicos na formulação do modelo e na identificação de premissas consistentes para a realização dos cálculos.

Além disso, face ao cenário de globalização econômica, que se traduz numa maior dinâmica entre mercados do mundo inteiro, a avaliação de empresas seja para fins de investimento ou mesmo para comparação entre mercados, é essencial para os investidores e demais agentes do mercado financeiro.

2.1 Avaliações e o Ambiente de Incertezas

Pode-se dizer que dois dos principais aspectos da imperfeição na divulgação de informações financeiras são a imprecisão e a incerteza, não necessariamente nessa ordem, mas o fato é que grande parte das decisões de investidores, por exemplo, são tomadas em condições de incerteza. Além disso, as decisões gerenciais, geralmente, necessitam de estimativas dos valores das variáveis envolvidas. Quando se dispõe de dados passados relacionados a essas variáveis, podem ser usadas certas técnicas e métodos para a estimativa de comportamentos futuros.

Entretanto, em muitos casos ou os dados passados não estão disponíveis ou apresentam muita deficiência. Nesses casos, o dirigente necessita elaborar estimativas subjetivas que refletem suas expectativas quanto ao comportamento futuro dessas variáveis. As estimativas subjetivas podem ser obtidas a partir da experiência do próprio dirigente ou de um grupo de especialistas. Obtidas as informações relativas às probabilidades subjetivas por parte de um grupo de especialistas é possível efetuar o tratamento desses dados de forma a se poder trabalhar com estimativas que poderão ser formuladas em três níveis, a saber: estimativa otimista, estimativa mais provável e estimativa pessimista (CORRAR, 1993).

A estimativa mais provável corresponde à média das opiniões dos especialistas. As estimativas otimistas e pessimistas poderão ser obtidas considerando-se um desvio padrão acima ou um desvio padrão abaixo da média, respectivamente (CORRAR, 1993 Apud BOUCINHAS, 1972).

O laudo de avaliação, portanto, não chegará, necessariamente, ao valor exato do ativo que se avalia, mas a uma região de preços que seja coerente com a teoria das finanças. Para isso, algumas premissas e alguns pressupostos não podem ser deixadas de lado, como o potencial de retorno com base no lucro, o risco da projeção e a geração futura de caixa, bem como a metodologia e técnicas empregadas.

Para Falcini (1995) o valor da empresa serve, principalmente, como balizador para a negociação entre compradores e vendedores. Ele afirma que a avaliação da empresa não estabelece o preço final de determinado bem. O propósito é o de estabelecer a faixa de negociação dentro da qual atuarão as forças de mercado.

Martinez (1999) corrobora a afirmação ao enfatizar que não existe valor correto para o negócio. O valor deve ser determinado para propósito específico e considerar as perspectivas das partes na transação.

De acordo com Damodaran (2009), ao isolar um subconjunto muito pequeno de ativos, sempre haverá incerteza associada a avaliações, e mesmo as melhores avaliações apresentam substancial margem de erro.

2.3 Avaliação de Empresas

A avaliação de empresas tem sido objeto de pesquisa de várias áreas de estudo. Todas, em síntese, procuram conceber modelos que ofereçam com certa razoabilidade e fundamento o valor justo de quanto vale determinada empresa naquele momento, levando-se em conta os resultados esperados, considerando para tanto os riscos envolvidos.

O crescente número de fusões e aquisições em uma economia globalizada, o processo brasileiro de privatizações, o grande número de processos judiciais de cisão, dissolução parcial ou total de sociedades, além das enormes oscilações de preços das ações em bolsas de valores no Brasil e no mundo, principalmente, nas ações das empresas da nova economia, são razões que justificam a elaboração de trabalhos acadêmicos sobre avaliação de empresas. (PEREZ; FAMÁ, 2003).

O crescente número de fusões e aquisições em uma economia globalizada, o processo brasileiro de privatizações, o grande número de processos judiciais de cisão, dissolução parcial ou total de sociedades, além das enormes oscilações de preços das ações em bolsas de valores no Brasil e no mundo, principalmente, nas ações das empresas da nova economia, são razões que justificam a elaboração de trabalhos acadêmicos sobre avaliação de empresas.

Em 2004, Klette e Kortum (2004 Apud Silva (2010), afirmaram que o trabalho para determinação do valor da firma (*valuation*) ganhava campo dentro da engenharia financeira, notadamente no momento mercadológico em que as firmas se encontravam, onde a grande incidências de volatilidades mercadológicas, acirramento da competitividade e os desenvolvimentos tecnológicos faziam com que as organizações necessitassem constantemente melhorar suas estratégias, investindo em inovação de produtos, serviços e processos.

De acordo com Cornell (1994 Apud CERBASI, 2003), o objetivo de uma avaliação é o de estimar o valor justo de mercado de uma empresa. Quando o ativo avaliado é uma empresa, a propriedade que o comprador e o vendedor hipotéticos estão negociando consiste nos direitos de todos os detentores de títulos da empresa, incluindo ações, títulos e dívidas privadas.

Uma questão adicional a ser considerada na avaliação de empresas é a assimetria de informações, isto é, nem todos possuem a mesma disponibilidade de informações, o que pode levar à obtenção de valores diferenciados em relação à mesma empresa. Ao mesmo tempo em que essas informações financeiras são utilizadas no interior das companhias, elas também alimentam análises e processos decisórios que ocorrem externamente, envolvendo grupos que têm interesses na corporação, mas que usualmente não participam de seu processo decisório.

Como exemplos de elementos de tais grupos encontram-se fornecedores, clientes, concorrentes no setor, potenciais investidores e instituições financeiras credoras ou não-credoras. Em termos gerais, todos esses grupos de interesses, internos e externos, almejam identificar a eficiência no uso dos recursos corporativos em comparação com as demais empresas de seu setor de atuação, as possibilidades de sobrevivência no mercado e o dimensionamento dos riscos de insolvência e falência.

Nesse sentido, Matias (2009) afirma que a análise financeira deve, sempre, partir da compreensão de como o ambiente macrofinanceiro impacta os diversos aspectos e quesitos abordados no processo de análise. Ignorar essa realidade pode levar o analista a estabelecer apenas relações de causa-efeito endógenas – atribuindo todo o desempenho financeiro a decisões livres, tomadas pelos gestores da empresa sem influências externas.

Segundo o mesmo autor, em tempos nos quais demonstrativos contábeis, indicadores quantitativos e gráficos são obtidos facilmente, um analista financeiro se diferencia dos demais ao conseguir enxergar além dos números de demonstrativos padronizados e entender como um conjunto amplo desses fatores macrofinanceiros influencia o desempenho da empresa.

2.3 Métodos de Avaliação

Acionistas atuais e potenciais estão interessados nos níveis corrente e futuro de risco e retorno da empresa que afetarão diretamente o preço das ações. Basta uma breve revisão na literatura para perceber que existem diversos modelos e métodos que são utilizados para a avaliação de empresas. Desses, podem ser citados o fluxo de caixa descontado, a avaliação relativa ou por múltiplos, modelos relacionados à geração de valor agregado, como EVA/MVA, e outros como o modelo de opções reais.

De acordo com Copeland et al. (2000), a metodologia adotada representa pequena parte do processo de avaliação. É mais importante ter conhecimento apurado do ambiente econômico, da indústria e do negócio da empresa avaliada para que seja possível realizar projeções consistentes. Deve-se mencionar que em mercados eficientes, o valor de determinada empresa é igual ao seu preço. Entretanto, considerando-se a existência de ineficiências no mercado, o preço que é o montante que o vendedor e o comprador concordam em realizar a operação de compra e venda, não necessariamente precisa coincidir com o valor da empresa, tal como determinado pelo método de avaliação.

Para Damodaran (2009), quando se trata de uma pintura ou escultura, percepções podem ser cruciais, mas não compramos nem devemos comprar a maioria dos ativos por razões estéticas ou emocionais, nós os compramos em função dos fluxos de caixa que esperamos receber em troca.

Para Gartner (2010), a tomada de decisões estratégicas em empresas de capital aberto requer usualmente soluções de compromisso entre os proprietários, investidores e gestores, pelo fato de que tais elementos costumam ter conflitos de interesse. O interesse principal dos proprietários e investidores (*shareholders*) está na obtenção de taxas de retorno sobre seus investimentos que superem seu custo de oportunidade do capital, o que os orienta a tomar decisões que maximizem o lucro líquido da companhia, pois vislumbram que isso terá desdobramento na valorização das ações no mercado e na distribuição dos dividendos.

Segundo Perez e Famá (2003), nenhum método de avaliação de empresas, isoladamente, pode ser considerado ideal. Existem métodos de avaliação mais consistentes tecnicamente, mas a aplicabilidade deles vai depender da qualidade das informações disponíveis e das premissas adotadas.

Existe um vasto número de métodos para avaliar empresas, que oscilam de acordo com o propósito da avaliação, as características da empresa avaliada e a disponibilidade e confiabilidade das informações disponíveis. Para Reilly e Schweih (1998 Apud LIMA; CARMONA, 2011), não existe modelo de avaliação perfeito. Toda avaliação começa com a seguinte questão: como devemos estimar o valor? E termina com outra questão: como podemos estimar o valor mais corretamente? Isso implica não existir uma metodologia correta e sim a mais adequada e, principalmente, adequada à finalidade da avaliação. Ainda conforme os autores citados, os modelos nunca são corretos estão sempre sujeitos a revisões, mas cada modelo consegue incluir partes de outros modelos. Então a avaliação é uma acumulação de conhecimentos.

2.3.1 Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

Nesta metodologia o valor de uma empresa é determinado pelo fluxo de caixa projetado, descontado por uma taxa que reflita o risco associado ao investimento. O valor da empresa é determinado pelos seguintes elementos relevantes: estimativa do fluxo de caixa, determinação da taxa de desconto e estimativa do valor residual. Para Martins et al. (2001), o método do fluxo de caixa descontado é tido como aquele que melhor revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de determinado empreendimento.

Na avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado (em inglês, Discounted Cash Flow – DCF), o valor de um ativo é o valor presente dos fluxos de caixa previstos desse ativo, descontado a uma taxa que reflita o grau de risco desses fluxos de caixa. Essa abordagem é a mais comum nas salas de aula e apresenta-se com as melhores referências teóricas. (DAMODARAM, 2009).

2.3.2 Avaliação Relativa ou por Múltiplos

A avaliação de empresas por meio dos múltiplos de mercado baseia-se na teoria econômica de que ativos similares devem ser negociados a preços similares. Para alguns autores, trata-se de um dos mais simples métodos de avaliação de empresas, mas que traz o maior número de erros. Segundo Famá e Perez (2001), quando se utiliza o mecanismo de

múltiplos, desconhece-se sobre o que determina o preço das ações. Isto significa que não há teoria para guiar sobre qual a melhor escala para determinação do valor da empresa, implicando a utilização de diversos múltiplos para avaliação da empresa.

A base do método é a de que o valor do ativo sendo avaliado é igual ao preço da venda de seu comparável. Diferenças de valor entre os ativos decorrem de alguma característica comparável que possa fornecer um parâmetro de proporcionalidade, como porte do ativo ou grau de produtividade (CERBASI, 2003).

Embora o foco nas salas de aula e nos debates acadêmicos permaneça na avaliação DCF, a realidade é que a maioria dos ativos é avaliada sobre bases relativas. Na avaliação relativa, avaliamos um ativo analisando como o mercado precifica ativos similares. Assim, ao determinar o que pagar por uma casa, consideramos a que preço casas semelhantes na vizinhança são vendidas em vez de fazer uma avaliação intrínseca. Estendendo essa analogia às ações, os investidores geralmente decidem se uma ação é barata ou cara mediante a comparação do seu preço ao de ações similares (comumente no mesmo setor). (DAMODARAM, 2009).

2.3.3 Métodos Patrimoniais

A avaliação de empresas que utilizam as métricas contábeis e patrimoniais, segundo Pasin (2004), pressupõem que o valor de uma empresa pode ser determinado pela simples averiguação do valor do patrimônio líquido reavaliado ou dos valores de mercado dos ativos, em condições de liquidação ou não. Dependendo da situação da empresa, de seus ativos e do grau de controle da empresa vendedora sobre o processo de alienação. Estes métodos pressupõem que o custo de aquisição dos ativos de uma empresa é a base para a determinação do valor dos negócios.

Segundo Martins (2001), o modelo de avaliação patrimonial contábil está baseado na soma algébrica dos ativos e passivos exigíveis mensurados em conformidade com os princípios contábeis tradicionais. Sua equação seria:

Valor da empresa = Ativos contábeis – Passivos exigíveis contábeis = Patrimônio Líquido.

2.3.4 Método de Opções Reais

O modelo de opções reais, segundo Damodaran (2009) é uma teoria de precificação que tem larga aplicabilidade em avaliação, especialmente em contextos em que a avaliação tradicional pelo método do FCD e por múltiplos não conseguem captar o valor da flexibilidade. Entretanto, devido à complexidade dos cálculos e dificuldade de se encontrar opções reais no mundo real, a avaliação de empresas por esta metodologia é a menos utilizada e a menos conhecida no mercado financeiro.

3 METODOLOGIA E OBTENÇÃO DOS DADOS

A amostra inicialmente compreendeu todas as empresas que tiveram Laudos de Avaliação elaborados em observância à Instrução CVM 361/2002, no período de 2006 a 2011. Tendo em vista que períodos anteriores a julho de 2006 não estavam sujeitos às mesmas

regras da Instrução CVM Nº 436, DE 5 DE JULHO DE 2006, que acrescentou o anexo três, optou-se por analisar a partir daqueles cuja data-base era posterior a essa data, resultando em uma amostra de 52 laudos. Frise-se, porém que a data-base não coincide, necessariamente, com o ano de publicação da OPA e seu respectivo laudo.

Inicialmente foi construído um banco de dados composto por todas as empresas que foram avaliadas, seus avaliadores, data-base para avaliação e metodologias utilizadas. A partir do banco de dados foram identificadas as metodologias empregadas para cada empresa e tabuladas em uma planilha. Tal metodologia justifica-se pelo fato de que o objetivo do trabalho é descrever um conjunto de dados de forma sumarizada por meio de métodos simples conforme a estatística descritiva.

4 ANÁLISE DOS DADOS

No Brasil, existem exigências legais quanto à elaboração dos Laudos de avaliação, como é caso do normativo trazido pela Lei nº 6.404/76 e Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002 que dispõe sobre o procedimento aplicável às Ofertas Públicas de Aquisição de ações (OPA) de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta por valores mobiliários.

Em seu Artigo 8º, a Instrução prevê que, sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, ou ainda por administrador ou pessoa a ele vinculada, será elaborado laudo de avaliação da companhia objeto, exceto no caso de OPA por alienação de controle.

§1º O laudo de que trata o caput poderá ser elaborado pela instituição intermediária, sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento que possuam área especializada e devidamente equipada e tiverem experiência comprovada, ou ainda por empresa especializada com experiência comprovada.

Em 2006, a Instrução 361/2002 foi alterada pela Instrução CVM Nº 436, DE 5 DE JULHO DE 2006 acrescentando à ela o anexo três que, em relação ao Valor Apurado pelos Diferentes Critérios, diz que:

O laudo de avaliação deverá indicar o valor da companhia segundo os seguintes critérios:

- a) preço médio ponderado de cotação das ações da companhia objeto na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, discriminando os preços das ações por espécie e classe:
 1. dos 12 (doze) meses imediatamente anteriores à publicação até a data do fato relevante; e
 2. entre a data de publicação do fato relevante e a data do laudo de avaliação.

- b) valor do patrimônio líquido por ação da companhia objeto apurado nas últimas informações periódicas (anuais ou trimestrais) enviadas à CVM;
- c) valor econômico da companhia avaliada, com indicação, inclusive, do valor por ação, calculado por, pelo menos, uma das seguintes metodologias:
 - 1. fluxo de caixa descontado;
 - 2. múltiplos de mercado; ou
 - 3. múltiplos de transação comparáveis, conforme se entende fundamentalmente mais adequado ao caso da companhia, de modo a avaliá-la corretamente.
- d) outro critério de avaliação escolhido pelo avaliador geralmente aceito no ramo de atividade da companhia avaliada, previsto em lei ou aceito pela CVM, para a definição do preço justo ou intervalo de valor, se for o caso, e não abrangido nas alíneas anteriores.

Do exposto, observa-se que existem três abordagens distintas para se elaborar o laudo de avaliação, são elas:

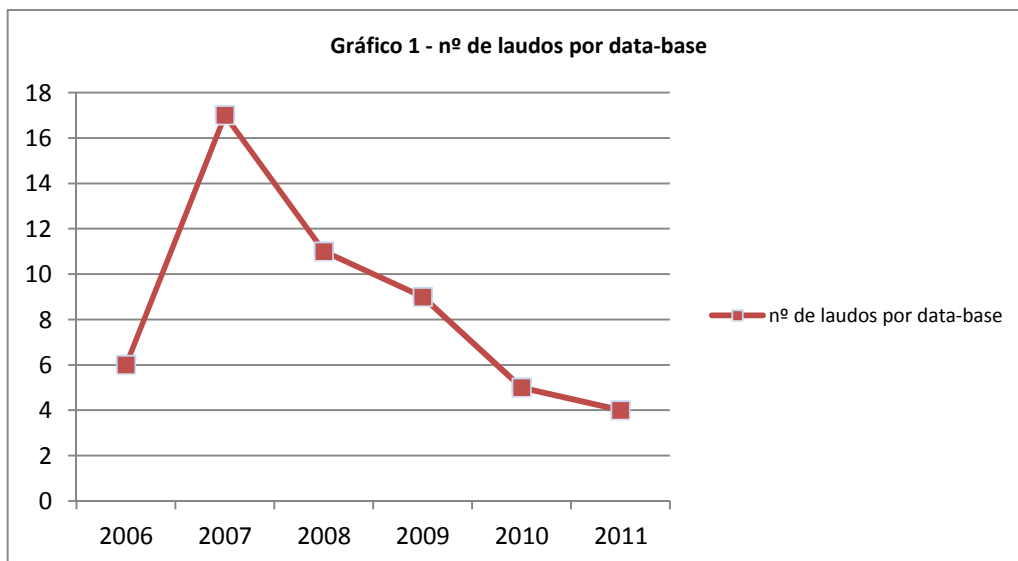
a) Abordagem de mercado que visa a avaliar uma empresa pela soma de todas as suas ações a preços de mercado. Como o preço de uma ação é definido pelo valor presente do fluxo de dividendos futuros e de um preço de venda ao final do período, a uma taxa de retorno exigida, em um Mercado Financeiro Ideal, esta abordagem indicaria o valor correto da empresa para os investidores.

b) Abordagem contábil que utiliza o valor do patrimônio líquido contábil por ação obtido a partir do exame da documentação de suporte prevista na legislação obedecendo às disposições legais regulamentares, normativas e estatutárias que regem a matéria, dentro de “Princípios e Convenções de Contabilidade Geralmente Aceitos”.

c) Abordagem econômica que define a rentabilidade da empresa como sendo o seu valor operacional, equivalente ao valor descontado do fluxo de caixa líquido futuro. Este fluxo é composto pelo lucro líquido após impostos, acrescidos dos itens não caixa (amortizações e depreciações) e deduzidos investimentos em ativos operacionais (capital de giro, plantas, capacidade instalada, etc.).

Nesta análise outro ponto que merece destaque é que, segundo a Instrução CVM, não basta escolher um critério, mas deve ser feita a indicação do critério de avaliação, dentre os constantes do laudo, que for considerado pelo avaliador como o mais adequado na definição do preço justo; se for o caso, e as razões pelas quais tal critério foi escolhido. Esse último com redação dada pela Instrução CVM nº 487, de 25 de novembro de 2010.

Tomando como referência a data-base para elaboração dos laudos de avaliação, bem como a metodologia adotada neste trabalho, verificou-se que de 2006 a 2011 foram elaborados 52 laudos, conforme demonstrado no gráfico abaixo.



As empresas responsáveis pela elaboração dos laudos e o respectivo número de laudos elaborados podem ser visualizados na tabela 1 a seguir:

Tabela 1 - empresas avaliadoras

Empresa	nº de laudos por avaliador
Cedit Suisse	8
Deloitte	5
Bradesco BBI S.A	4
Apsis	3
Goldman, Sachs & Co	3
Nexia Auditores e Consultores	3
Banco Real	2
Deutsche Bank	2
J.P. Morgan S.A	2
KPMG Corporate Finance Ltda	2
Planner Corretora de Valores	2
Banco Fator	1
Banco Santander	1
BDO	1
BESI	1
BNP Paribas	1
BTG Pactual S.A.	1
Calyon Corporate Finance Brasil	1
Ernst & Young Brasil	1
Hirashima & Associados	1
Interlink Consultoria	1
Itaú BBA	1
Lagoa Projetos	1
Modal	1
MS Cardim & Associados S/C Ltda	1
Planconsult	1
Rabobank	1

4.1 Metodologias Utilizadas

Apesar de a Instrução CVM 361/2002 apenas sugerir o método e já existirem métodos mais atuais de avaliação, como é o caso das opções reais, a pesquisa evidenciou que é predominante o uso do método do fluxo de caixa descontado pelas empresas avaliadoras, conforme se evidencia na tabela 2 a seguir:

Método adotado	Total	%
fluxo de caixa descontado	45	86,54%
Múltiplos	5	9,62%
valor do patrimônio líquido	1	1,92%
método de liquidação de ativos e passivos	1	1,92%
Total	52	

Como justificativa apresentada para a utilização do método de avaliação, visando atender à determinação da Instrução CVM 361/2002, qual seja: a de que deve ser feita a indicação do critério de avaliação, dentre os constantes do laudo, que for considerado pelo avaliador como o mais adequado na definição do preço justo; se for o caso, e as razões pelas quais tal critério foi escolhido, o que se percebe é que os avaliadores normalmente indicam o que representa o maior valor dentre os critérios utilizados.

Veja-se, por exemplo, algumas justificativas apresentadas para casos em que se adotou ou não o método DFC:

Na avaliação da empresa Micheleto S.A, foram desenvolvidas avaliações pelas três abordagens definidas pela Instrução CVM 361/2002 para a definição do preço justo. Foram utilizados o preço médio ponderado das cotações na Bovespa; o valor do patrimônio líquido por ação e o valor econômico, o último somente pelo método de fluxo de caixa descontado.

De acordo com o laudo, tendo em vista que a companhia vinha apresentando patrimônio líquido negativo e que as projeções de fluxo de caixa também eram negativas, o critério de avaliação considerado pelo avaliador como o mais adequado na definição do preço justo foi o primeiro, no caso, preço médio ponderado das ações preferenciais, negociadas na Bovespa nos doze meses encerrados.

Note que se abandonou a abordagem econômica para adotar uma abordagem de mercado na definição do preço justo da empresa. Nesse caso a comparação não foi entre métodos que adotam a mesma abordagem.

No caso da Arcelor Mittal Inox Brasil a justificativa foi de que no Laudo de Avaliação é necessária a utilização de uma metodologia adequada para a análise do negócio da empresa, diante disso para o propósito do Laudo de Avaliação considerou-se que a metodologia do fluxo de caixa descontado, que considera os resultados financeiros projetados da companhia por um estendido período de tempo e um cenário macroeconômico estável para o Brasil, é mais apropriada do que a metodologia dos múltiplos de mercado ou do que a metodologia dos múltiplos de transações comparáveis para a definição do valor econômico da Arcelor Mittal Inox Brasil, uma vez que não existem várias (ou nenhuma) companhias.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise do referencial teórico mostrou que, apesar de não estar livre de questionamentos, o processo de avaliação de empresas tem avançado no sentido de incorporar novas metodologias e/ou adaptar as metodologias já existentes para os novos paradigmas da avaliação.

A presente pesquisa, porém, não teve o objetivo de definir uma nova técnica ou método de avaliação, mas identificar qual ou quais dentre as técnicas apresentadas pela Instrução CVM 361/2002 são mais utilizadas pelas empresas avaliadoras para se chegar ao valor econômico das empresas, tendo em vista a possibilidade de se utilizar o método do Fluxo de Caixa Descontado, Múltiplos de Mercado ou Transações Comparáveis.

O método do Fluxo de Caixa Descontado é sem dúvidas o mais utilizado pelas empresas, todavia quando se verificam as justificativas utilizadas para sua adoção, percebe-se que são as mais diversas, desde a falta de dados para se utilizar outra até a de que segundo alguns autores essa é a metodologia mais aceita.

Outro ponto que chama atenção é que em muitos laudos na hora de indicar o FCD a comparação não é feita com Múltiplos de Mercado ou de Transações Comparáveis, que seria sua alternativa, mas com metodologias que adotam uma abordagem distinta como a da média ponderada das ações e o valor do patrimônio líquido.

Além disso, verificou-se também que normalmente a metodologia considerada mais adequada é aquela que representa o maior valor para a companhia, dessa forma, mesmo considerando que a elaboração de avaliações econômico-financeiras é um processo complexo que envolve julgamentos subjetivos e não é suscetível a uma análise parcial ou descrição resumida, percebe-se que o avaliador acaba atribuindo importância específica a determinados fatores considerados no Laudo de Avaliação, não realizando uma análise qualitativa da importância e relevância de todos os fatores considerados, optando pela metodologia que talvez não represente o preço justo, mas o maior preço dentre os verificados.

Referências

- CERBASI, G. P. **Metodologias para determinação do valor das empresas: uma aplicação no setor de geração de energia hidrelétrica**. São Paulo, 2003. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2003.
- COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas: calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3.ed. São Paulo: Makron Books, 2000.
- DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas**. 2 ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- LIMA, A. C.; CARMONA, C. U. Determinantes da formação do capital intelectual nas empresas produtoras de tecnologia da informação e comunicação. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 12, n. 1, p. 112-138, jan/fev. 2011.
- MARTINEZ, A. L. Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação dos negócios. In: ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓSGRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ANPAD. **Anais...** Foz do Iguaçu, 1999.



*Desafios e Tendências
da Normatização Contábil*

MATIAS, A. B. **Análise Financeira Fundamentalista de Empresas**. CEPEFIN, São Paulo, Atlas, 2009.

FALCINI, P. **Avaliação econômica de empresas: técnica e prática**. São Paulo: Atlas., 2009.

MARTINS, E. (Org.). **Avaliação de Empresas: da mensuração contábil à econômica/FIPECAFI**. São Paulo: Atlas, 2001.

GARTNER, I. R. Modelagem Multi-Atributos Aplicada à Avaliação do Desempenho Econômico-Financeiro de Empresas. **Pesquisa Operacional (Impresso)**, v. 30, p. 619-636, 2010.

PASIN, R. M. **Avaliação relativa de empresas por meio da regressão de direcionadores de valor**. São Paulo, 2004. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2004.

PEREZ, M. M.; FAMÁ, R. **Avaliação de Empresas e Apuração de Haveres em Processos Judiciais: uma análise segundo a Teoria de Finanças**. VI Seminário em Administração. São Paulo, 2003.

SILVA, R. A. **Viabilidade de utilização da teoria de opções reais no processo de avaliação de empresas de telecomunicações**. São Paulo, 2010. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção Mecânica). Escola de Engenharia de São Carlos da Universidade de São Paulo, 2010.