

ANÁLISE DO PROCESSO DE ELABORAÇÃO DE LAUDOS DE VALUATION NO BRASIL: um estudo exploratório.

ROGIENE BATISTA DOS SANTOS
UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO - RIBEIRÃO PRETO
rogienebatista@usp.br

FABIANO GUASTI LIMA
USP - Universidade de São Paulo
fabiano@francanet.com.br

ANÁLISE DO PROCESSO DE ELABORAÇÃO DE LAUDOS DE VALUATION NO BRASIL: um estudo exploratório.

– Área temática: Finanças

Resumo

A avaliação de empresa – *valuation* – pode ser vista como um processo de negociação, pois as partes buscam determinar um valor para as ações de forma que ambas as partes cheguem a um acordo. Neste contexto, este trabalho tem como objetivo analisar como os laudos de avaliação de empresas são elaborados no Brasil. Foram analisadas as premissas utilizadas pelas empresas intermediárias, quais empresas que elaboram o laudo de avaliação e quais os motivos para a elaboração do laudo de avaliação. Para isso, foram analisados 42 laudos de avaliação emitidos no Brasil no período de 2011 a 2013. Com a análise dos laudos foi possível saber como as empresas no Brasil obtêm suas premissas de taxa livre de risco, risco país, prêmio de mercado, beta e prêmio pelo tamanho (algumas empresas adicionam esse prêmio na avaliação) para a determinação do custo de capital próprio e custo de capital de terceiros. Além disso, foi possível identificar a qual valor das ações que as empresas intermediárias concluíram com o laudo de avaliação. Também foi possível conhecer quais setores da economia mais solicitaram emissão de laudos de avaliação, quais empresas intermediárias mais emitiram laudos de avaliação no período analisado, assim como o motivo da avaliação.

Palavras-chave: Avaliação de Empresas; *Valuation*; Laudos de Avaliação.

Abstract

The business valuation- valuation - can be seen as a process of negotiation, as parties seek to determine a value for the shares so that both parties reach an agreement. In this context, this paper aims to analyze how business valuation reports are made in Brazil. The assumptions used were analyzed by the intermediary companies, which companies preparing the appraisal report and the motives for the preparation of the valuation report. For this, 42 evaluation reports were analyzed issued in Brazil in the period from 2011 to 2013. With the analysis of the reports was possible to know how companies in Brazil get their premises risk-free rate, country risk, market premium, beta and Award for size (some companies add this award in the evaluation) for determining the cost of equity and cost of debt. Moreover, it was possible to identify which value of the shares that the intermediary companies concluded with the valuation report. It was also possible to know which sectors of the economy most requested issuance of appraisal reports, which more intermediary companies issued valuation reports in the period analyzed, as well as the evaluation of reason.

Keywords: Company Valuation; valuation; Valuation Reports.

1 INTRODUÇÃO

Um dos principais pressupostos de finanças corporativas é que o objetivo das empresas é maximizar a riqueza dos acionistas. Assim, o que difere as empresas é a forma como elas tomam as decisões (ASSAF NETO, 2012, p. 27). Portanto, a meta final de toda empresa em qualquer sistema econômico é a produção de bens e serviços que satisfaçam às necessidades da sociedade na qual está inserida (ASSAF NETO, 2012). Os acionistas são os verdadeiros proprietários das empresas. Desta forma, ao aplicarem capital nelas, exigem um retorno que os incentive a manter o investimento. Assim, sob a perspectiva da administração financeira, o objetivo da empresa é buscar a maximização de seu valor de mercado. Adam Smith postulou que as empresas mais produtivas e inovadoras gerariam os maiores retornos para os seus acionistas e assim, atrairiam trabalhadores melhores, seriam mais produtivos e elevariam ainda mais o retorno – um círculo virtuoso (COPELAND, 2002, p. 14).

Até a segunda metade da década de 1920 os administradores financeiros estavam preocupados com os aspectos externos, por exemplo, em como captar recursos. Porém, a partir desse momento, em função do surgimento da crise econômica de 1929/1930 e a posterior necessidade de reestruturação organizacional das unidades produtivas, o principal objetivo da administração financeira passou a concentrar-se em suas necessidades de melhor organização interna. Atualmente, as empresas têm revelado importantes avanços no que se refere a sua forma de atuar, saindo de uma postura convencional de busca pelo lucro e rentabilidade para o enfoque voltado para o aumento da riqueza dos acionistas (ASSAF NETO, 2014, p. 03). Portanto, a habilidade de criar valor é uma parte essencial do desenvolvimento corporativo e das estratégias de negócios (KOLLER et al, 2010, p. 45). Desta forma, os dois principais fatores que impulsionaram a gestão de valor foram a globalização dos mercados e a abertura de capital das empresas.

Portanto, quando uma empresa gera um retorno menor que a remuneração mínima que os acionistas exigem, ela destrói valor econômico, e o seu valor de mercado tende a diminuir. Copeland (2002, p. 51) apresenta dois motivos pelos quais os administradores financeiros devem concentrar-se na criação de valor. Primeiro, na maioria dos países desenvolvidos, a influência dos acionistas se sobrepõe aos interesses da alta administração. Segundo, ao comparar as economias voltadas para o acionista com outros modelos econômicos, parece que a primeira tem melhor desempenho. Mas se a empresa consegue produzir um retorno acima daquilo que os acionistas exigem, dado o risco do empreendimento, ela agrega valor econômico e o seu valor de mercado tende a aumentar. Assim, pensar na maximização do lucro não é a abordagem mais adequada em função de que o lucro parte da visão de curto prazo. Desta forma, a empresa pode ter lucro e não criar valor econômico para os acionistas, dado que o lucro não considera o retorno mínimo exigido por eles. Por outro lado, considerando o longo prazo, a maximização da riqueza considera o risco que os acionistas assumem.

Para que o objetivo de geração de valor econômico aos acionistas seja alcançado, as empresas precisam tomar decisões financeiras. Essas preocupações envolvem algumas preocupações financeiras como: Qual a melhor estratégia de longo prazo para a empresa? Como a empresa financiará os investimentos escolhidos? Qual deve ser o fluxo de caixa para que a empresa possa operar no dia-a-dia? A empresa pode financiar seus investimentos com capital próprio, capital dos acionistas, ou por meio de capital de terceiros, emissão de títulos também chamados de ações ou obrigações (ROSS, 2002, p. 23). Considerando esses aspectos surge então a chamada Gestão Baseada em Valor. Essa abordagem direciona a administração da empresa para seu principal objetivo, criar valor econômico para o acionista. A empresa agrega valor quando o retorno por ela produzido é maior que o custo de capital próprio e de terceiros. Em outras palavras, gerar valor econômico é fornecer aos acionistas uma rentabilidade maior da mínima exigida, dado o risco incorrido em se investir na empresa. Quando se trata em termos financeiros, não se considera o custo de oportunidade do capital,

mas na perspectiva econômica é necessário considerar esse custo. Portanto, quando há excesso de lucro em relação ao custo de oportunidade surge então o valor econômico agregado (EHRBAR, 1999, p. 1). O valor econômico agregado também conhecido como EVA® (*Economic Value Added*) é um dos principais indicadores correlacionados ao Resultado Econômico Residual, que é o lucro operacional obtido após a dedução de impostos menos o encargo sobre o capital, apropriado tanto para endividamento quanto para o capital acionário (MARTINS, 2012). O EVA® difere das demais medidas de desempenho porque ele inclui a cobrança do custo de capital. Ou seja, o custo de oportunidade. Portanto, não existem lucros verdadeiros até que todos os custos, inclusive o custo de capital, tenham sido honrados (EHRBAR, 1999, p. 1). Desta forma, o resultado do EVA® indica a performance econômica da empresa e sinaliza ao mercado sua capacidade de honrar todas as despesas, remunerar o capital próprio e gerar ou não resultados positivos. Essa sinalização é importante, pois o mercado considera os fluxos de caixa futuros que a empresa poderá gerar. O EVA® surgiu como uma revolução gerencial, pois ele é pode auxiliar qualquer empresa, seja ela pública ou privada, a produzir lucros superiores para as partes envolvidas, acionistas, fornecedores, funcionários e clientes (EHRBAR, 1999, p. 3).

Copeland (2002, p. 57) apresenta os cinco princípios fundamentais da criação de valor, são eles: 1) no mercado, a forma de criar valor é produzir retorno sobre o capital investido acima de seu custo de capital; 2) quanto mais investir em retornos acima do custo de capital, mais a empresa gera valor para o acionista; 3) deve-se escolher estratégias que maximizem o valor presente dos fluxos de caixa futuros; 4) o valor das ações de uma empresa no mercado de capitais reflete o valor intrínseco as expectativas que o mercado tem sobre seu desempenho futuro; e 5) os retornos obtidos pelos acionistas dependem mais das mudanças referentes às expectativas do que do desempenho passado e presente.

A geração de valor é válida pelo mercado. Portanto, quando uma empresa solicita que uma intermediária realize um laudo de avaliação, ela consegue observar como que o mercado valida ou não a geração de valor pela empresa. Pois o processo de avaliação de uma empresa é um processo de negociação entre as partes. Ou seja, a intermediária busca encontrar um valor justo das ações da empresa em avaliação. Desta forma, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) emitiu a Instrução Normativa 361/2002 na qual apresenta o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, como registrar as 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. Outra instrução é que o laudo de avaliação seja elaborado por uma instituição intermediária entre as partes.

Ainda de acordo com essa mesma instrução normativa, os laudos de avaliação devem seguir este procedimento: a) a Oferta Pública de Ações (OPA) será sempre dirigida indistintamente aos titulares de ações da mesma espécie e classe daquelas que sejam objeto da OPA; b) a OPA será sempre dirigida indistintamente aos titulares de ações da mesma espécie e classe daquelas que sejam objeto da OPA, assegurado o rateio entre os aceitantes de OPA parcial; c) a OPA será realizada de maneira a assegurar tratamento equitativo aos destinatários, permitir-lhes a adequada informação quanto à companhia objeto e ao ofertante, e dotá-los dos elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA; d) a OPA será intermediada por sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento; e) a OPA será lançada por preço uniforme, salvo a possibilidade de fixação de preços diversos conforme a classe e espécie das ações objeto da OPA, desde que compatível com a modalidade de OPA e se justificada a diferença pelo laudo de avaliação da companhia objeto ou por declaração expressa do ofertante, quanto às razões de sua oferta diferenciada; e f) a OPA será efetivada em leilão em bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão

organizado, salvo se for expressamente autorizada pela CVM a adoção de procedimento diverso.

Desta forma, o problema de pesquisa é Como os laudos de avaliação são elaborados no Brasil? Assim, o objetivo desta pesquisa é identificar as metodologias de avaliação econômica adotadas pelas empresas, qual o modelo de avaliação utilizado e qual o custo de capital dessas empresas no período de 2011 a 2013. A justificativa desta pesquisa se dá pela escassez de trabalhos que se propuseram a analisar como que os laudos de avaliação são elaborados no Brasil. Ou seja, qualificar e quantificar os laudos de avaliação, por exemplo, custo de capital e qual o modelo empregado pelas empresas que emitiram o laudo de avaliação. Portanto, o presente estudo pretende contribuir para o conhecimento das principais premissas utilizadas para a elaboração dos laudos de avaliação no Brasil. A motivação da pesquisa decorre do fato de que o assunto não está suficientemente estudado no Brasil. Assim, a presente pesquisa auxiliará as empresas intermediárias (emissoras de laudos de avaliação), usuários e investidores nas futuras avaliações de empresas e contribuirá para futuros estudos e discussões acerca do processo de avaliação de empresas no Brasil.

Além da introdução, este trabalho está estruturado de forma a fornecer primeiro uma revisão de pesquisas que se propuseram a investigar o processo de *valuation*. Em segundo momento, são colocados os aspectos metodológicos. Por fim, são apresentados os resultados encontrados e apresentadas as considerações finais deste trabalho.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nas últimas décadas, os processos de atribuições de valor às empresas (*valuation*) têm obtido maior espaço no ambiente acadêmico. Alguns pesquisadores se propuseram a testar a teoria sobre avaliação de empresas. Elton e Gruber (1976) analisaram o processo de *valuation* e a seleção de ativo sob oportunidades de investimentos alternativos. Segundo os autores, os modelos de *valuation* estavam sendo utilizados em finanças e economia. Desta forma, esses modelos derivavam de proposições em finanças. Os autores tinham como objetivo revisar as suposições sobre as programações de oportunidades subjacentes a estes modelos, examinar as suposições alternativas razoáveis e investigar as implicações das soluções para o comportamento de investimento ótimo da firma.

Penman (1997) investigou se os modelos alternativos de avaliação patrimonial envolviam previsão de períodos finitos e mostrou que eles estão relacionados com entre si. Ele contrastou que os modelos de dividendo de desconto, modelos de fluxo de caixa descontado e modelos de "contabilidade de accruals" com base na competência. Desta forma, isso mostra que alguns modelos, que são aparentemente diferentes, chegam ao mesmo valor na avaliação. O autor mostra que todos os modelos podem ser interpretados como o fornecimento de uma determinada especificação do valor terminal para o modelo de desconto de dividendos e assim fornece o valor terminal cálculo para a fórmula de desconto de dividendos.

Copeland (2002) mostra que a capacidade de gerenciar o valor é fundamental para o desenvolvimento de estratégias corporativas e empresariais sólidas – essas estratégias criadoras de valor devem gerar valor para o acionista e devem ser capazes de manter vantagem no mercado de controle acionário. Desta forma, Rhodes-Kropf et al (2005) testaram teorias recentes que sugerem que os erros de avaliação afetam a atividade de fusão. Para isso, os autores desenvolveram uma decomposição que rompe a relação do valor de mercado ($M = B$) em três componentes: o desvio de preços de firmas específicas a partir de curto prazo do preço de indústria, desvios de curto prazo setoriais de preços de longo prazo das empresas e preços para reservar a longo prazo. Os autores encontraram um forte apoio à recente teoria de Rhodes-Kropf et al (2004) que previa que erro na *valuation* dirigiam as fusões. Nesse mesmo ano, Demirakos et al (2004) investigaram qual o modelo de *valuation* os

analistas usavam. Assim, eles adotaram abordagem positiva estruturada para explicar as práticas de *valuation* dos analistas financeiros ao estudar as metodologias de *valuation* contidas em 104 relatórios de analistas de bancos de investimento internacional das maiores companhias listadas do Reino Unido. Assim, os autores fornecem uma análise descritiva do uso dos modelos alternativos de *valuation*.

Dahya et al (2007) contribuíram com a literatura ao investigarem a relação entre o valor da empresa e a proporção do conselho formado por conselheiros independentes em 799 empresas com um acionista dominante em 22 países. Os autores encontraram uma relação positiva, especialmente em países com fraca proteção legal aos acionistas. Assim, os resultados sugerem que um acionista dominante, poderia compensar, ao menos em parte, o desconto dos valores documentados associados com fraco nível do país com relação à proteção aos acionistas através da nomeação de uma placa de "independente". O custo para o acionista dominante de fazer isso é a perda de privilégios associados a ser um acionista dominante. Desta forma, nem todos os acionistas dominantes escolheriam placas independentes.

Plenborg (2002) comparou a abordagem de fluxo de caixa descontado e a abordagem de *valuation* baseada em *accruals*: o modelo de renda residual. Dada a equivalência entre o teórico residual de renda e fluxo de caixa descontado se aproxima deste, o estudo examinou se é possível inferir se uma abordagem de avaliação é superior a outra a partir de uma perspectiva do usuário. Os dois métodos de avaliação são comparados com base na atratividade analítica. Este estudo demonstra que, se os profissionais introduzirem simplificações na sua avaliação da firma, eles também introduzem preconceitos em suas estimativas de valor da empresa. Em alguns casos, a renda residual produz estimativas mais precisas do valor da empresa, estimativas mais precisas do valor da empresa, enquanto em outros casos, o fluxo de caixa descontado produz estimativas mais precisas.

Por outro lado, Galdi et al (2008) investigaram se havia diferença entre os modelos de *valuation*, com base nas projeções dos analistas de mercado de capitais para empresas brasileiras. Os autores focaram nos métodos fluxo de caixa descontado (DFC) e o modelo de Ohlson (modelo dos lucros residuais - RIV). Esse trabalho foi inovador porque considerou a expectativa dos agentes de mercado. Assim, os autores realizaram regressões para verificar qual dos modelos (DCF ou OHLSON) explica melhor a relação preço/valor patrimonial (P/B) de uma empresa em períodos futuros. As conclusões obtidas foram: i) existem diferenças estatisticamente significantes para o valor estimado das empresas pelo fluxo de caixa descontado e pelo modelo de Ohlson (RIV) e ii) os índices P/B, calculados a partir das estimativas dos analistas (que utilizam o DCF), apresentam maior poder explicativo dos índices P/B futuros da empresa do que as estimativas do índice P/B feitas pelo modelo de Ohlson (RIV).

Spiegel e Tookes (2013) avaliaram o papel dos modelos nas interações entre a concorrência no mercado de produtos e avaliação de investimentos no contexto de um oligopólio dinâmica. Os resultados encontrados permitem relacionar as firmas e características atuais da indústria para decisões financeiras, tais como se mesclar. Assim, o modelo é estrutural e em tempo contínuo que oferece previsões sobre quando esses eventos ocorrerão com base no valor de mercado da empresa em dólares. O modelo também é capaz de gerar previsões de eventual participação de mercado de cada empresa e quanto tempo vai demorar para alcançá-lo. Formulação do modelo faz com que seja tratável e passível de estimativa empírica.

2.1 Métodos de avaliação

Segundo Assaf Neto (2014, p. 22) apurar o valor da empresa é fundamental para o processo de tomada de decisões financeiras, tais como de investimento, financiamento e dividendos, para negócios de aquisições, vendas, fusões e cisões, abertura de capital e

investimento em ações. Assim, a premissa básica da *valuation* é encontrar o valor justo dos ativos.

2.1.1 Fluxo de caixa descontado

Damodaran (2001) considera duas abordagens para avaliação de empresas. Primeira, *valuation* por meio de fluxo de caixa descontado, que aplica os princípios de valor presente para determinar o valor da empresa. Portanto, considera o valor do dinheiro no tempo. Nessa abordagem, é estimado o valor de um ativo pelo seu fluxo de caixa esperado descontado à uma taxa que represente os riscos. Ou seja, é mensurado o valor intrínseco do ativo. Copeland (2002) afirma que o valor da empresa é o seu fluxo de caixa previsto abatendo à uma taxa que reflita o nível de risco do fluxo. Portanto, o valor do ativo é uma função do fluxo de caixa gerado por ele, a vida dele, o crescimento esperado nos fluxos de caixa e os riscos associados a ele. Copeland (2002) ainda afirma que a abordagem do fluxo de caixa descontado baseia-se no conceito simples: o investimento somente agrega valor se ele gerar retorno sobre o investimento se esse retorno for maior que o retorno que se obteria em outro projeto de investimento com semelhante risco.

Figura 1 – Fórmula do Valor Presente

$$PV = \frac{FV}{(1 + i)^n}$$

Onde: PV = Valor presente (*present value*)

FV = Valor futuro (*future value*)

i = Taxa de desconto que reflete o custo do capital (*interest*)

n = número de períodos da série (*number*)

Segundo Damodaran (2001), o fluxo de caixa da firma inclui passivo e patrimônio líquido dos investidores. Além disso, o fluxo de caixa da firma é considerado depois dos impostos e de todos os reinvestimentos necessários. O autor ainda afirma que o valor da firma é o valor presente dos fluxos de caixa esperados dos ativos e o crescimento futuro, ambos descontados pelo custo de capital. Desta forma, esse fluxo de caixa pode ser definido por duas formas. Primeira, adiciona-se os fluxos de caixa de todos diferentes detentores de direitos na firma. Assim, os fluxos de caixa dos investidores de capital (considerando os dividendos e a recompra de ações) são adicionados aos fluxos de caixa dos detentores de dívida (juros e pagamento e dívida líquida). A outra forma de estimar o fluxo de caixa da firma é estimar o fluxo de caixa da firma antes do pagamento da dívida, mas depois de atender a necessidade de reinvestimento. Assim, a fórmula seria:

$$\text{Lucro antes dos juros, do imposto de renda (EBIT) (1- taxa de imposto) – despesas de capital – depreciação) – (mudança no capital de giro que não é caixa) = Fluxo de caixa livre da firma}$$

Segundo Koller (2005) ao usar o método de fluxo de caixa descontado, a empresa é capaz de avaliar projetos individuais, unidades de negócios ou até mesmo a empresa como um todo. Assim, se deseja-se avaliar o patrimônio (e as ações) da empresa, é possível fazê-lo de duas maneiras. Primeiro, pode-se avaliar as operações da companhia e então, subtrair o valor de todos os débitos que não são patrimônio líquido ou pode avaliar os fluxos de caixa do patrimônio diretamente.

2.1.2. Abordagem pelos múltiplos de ganhos

De acordo com Copeland (2002) na abordagem pelos múltiplos de ganhos, as empresas são avaliadas tomando por base os múltiplos dos lucros contábeis. O autor critica essa abordagem ao afirmar que seu principal defeito é não avaliar o que interessa aos acionistas. Pois, eles não podem comprar um ativo, como por exemplo, um carro com os ganhos. Somente o fluxo de caixa gerado pela empresa pode ser usado para consumo ou para novos investimentos.

2.1.3. Modelo valor presente ajustado

Ao fazer a avaliação do lucro econômico ou do fluxo de caixa descontado da empresa, muitos analistas descontam os fluxos de caixa futuros a um custo ponderado de capital constante. Assim, ao utilizar o WACC (*weighted average cost of capital* – média ponderada dos custos de capitais), supõe-se que a empresa manterá essa estrutura de capital. Mas, ao longo do tempo, a empresa pode decidir em mudar essa estrutura. Por exemplo, a empresa pode decidir por reduzir a proporção de capital de terceiros e capital próprio. Desta forma, baseado no WACC constante, os benefícios fiscais seriam superestimados. De acordo com Koller (2005), o WACC pode ser ajustado anualmente, mas é um processo complexo. Como solução desse problema surge o modelo valor presente ajustado.

O valor presente ajustado decompõe o valor das operações em duas partes: o valor das operações se a empresa é financiada 100% com capital próprio e o valor do benefício fiscal que surge ao utilizar capital de terceiros.

Valor presente do Ajustado =	Valor da empresa se ela for financiada 100% por capital próprio	+	Valor presente benefício fiscal
-------------------------------------	---	---	---------------------------------

Desta forma, esse modelo é condizente com os ensinamentos de Modigliani e Miller, eles afirmaram que em mercado perfeito, sem impostos, a escolha da estrutura de capital não afeta o valor dos ativos econômicos. Ou seja, somente com as imperfeições do mercado os impostos afetam o valor da empresa (Koller, 2005).

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

A metodologia da pesquisa refere-se aos procedimentos utilizados para realizar a pesquisa. A presente pesquisa caracteriza-se como descritiva, com abordagem qualitativa dos dados, realizada por meio de pesquisa documental. De acordo com Hair (2005, p. 86) os planos de pesquisa descritiva geralmente são estruturados de forma a medir as características descritivas de uma questão de pesquisa. A pesquisa descritiva possibilita o pesquisador a compreender melhor o fenômeno em estudo. Essa pesquisa também é exploratória. Segundo Cooper e Schindler (2011, p. 147) a exploração é útil quando os pesquisadores não conhecem claramente os problemas que encontrarão durante o estudo. De acordo com Selltitz et al (1967) apud GIL (2002, p. 41), geralmente as pesquisas exploratórias envolvem: a) levantamento bibliográfico; b) entrevistas com pessoas que têm experiência o problema em análise; e c) análise de casos que ajudem na compreensão do problema. Sekaran e Bougie (2013, p. 96) complementa ao afirmar que os estudos exploratórios são necessários quando alguns fatos são conhecidos, mas mais informações são necessárias para o desenvolvimento de um arcabouço teórico.

Quanto aos procedimentos, caracteriza-se como pesquisa documental. A principal característica desse tipo de pesquisa é que os materiais em análise, tais como livros e periódicos, entre outros ainda não receberam tratamento analítico (GIL, 2002, p. 46). Esta pesquisa é documental porque utilizou-se os laudos de avaliação disponibilizados no site da CVM no período de 2011 a 2013 de forma a verificar como as empresas brasileiras elaboram os laudos de avaliação. GIL (2002, p. 46) apresenta as seguintes vantagens da pesquisa documental: 1) os documentos em análise são fonte rica e estável de dados; e 2) baixo custo.

A população da pesquisa é formada por todas as empresas brasileiras que emitiram laudo de avaliação no período de 2011 a 2013. Em 20 de outubro de 2014 havia 42 laudos de avaliação emitidos disponibilizados no site da CVM.

A coleta de dados realizou-se por meio de análise de conteúdo dos laudos de avaliação das empresas. Para a coleta de dados pesquisou-se alguns termos para mapear as seguintes características: objetivo do laudo de avaliação, risco de mercado, risco país, *risk-free*, beta, capital próprio, capital de terceiros, imposto de renda, metodologia, projeção e preço da ação. A tabela 01 relaciona os termos utilizados para cada característica.

Tabela nº 1 – Relação dos termos para a coleta de dados

Característica	Termos
Objetivo da emissão do laudo	Objetivo, propósito e razão
Risco de mercado	Prêmio, risco e mercado
Risco país	Prêmio, risco e país
<i>Risk-free</i>	Taxa livre e <i>risk-free</i>
Beta	Beta
Custo de capital próprio	Capital próprio e CAPM
Custo de capital de terceiros	Capital de terceiros e dívida
Metodologia	Metodologia e método
Imposto de renda	Imposto de renda e IR
Projeção	Projeção e anos

A partir da análise de conteúdo dos laudos de avaliação, os dados foram organizados em tabelas de forma permitir melhor compreensão dos mesmos.

4 ANÁLISES DOS RESULTADOS

Na descrição e análise de dados são apresentadas as características das empresas que emitiram laudo de avaliação e as principais premissas utilizadas pelas empresas intermediárias para a elaboração dos laudos de avaliação. Foi observado que os laudos de avaliação de empresas têm características diversas e pertencem a diversos setores. A metodologia utilizada em todos os laudos de avaliação do período de 2011 a 2013 foi fluxo de caixa descontado. De acordo com o gráfico 1, o ano que foram emitidos mais laudos de avaliação foi em 2011. Enquanto que o ano que teve menor quantidade de avaliações foi em 2013.

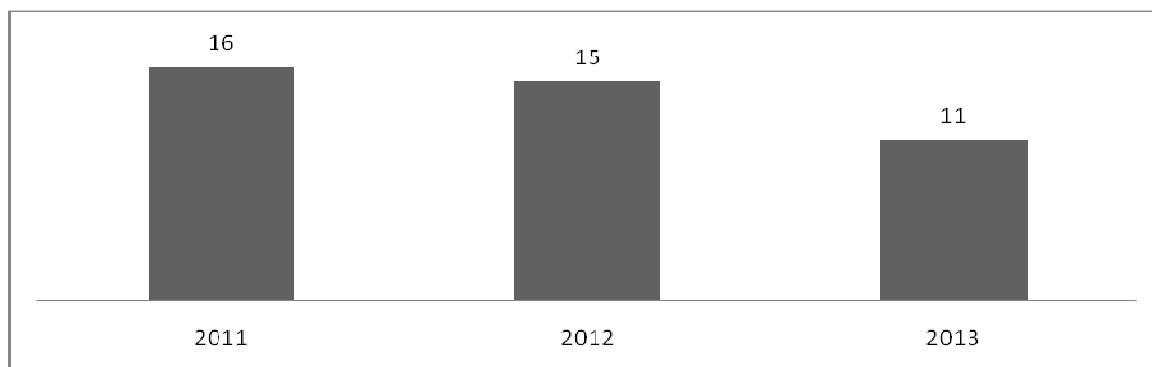


Gráfico n° 1 - Quantidade de empresas avaliadas por ano (2011-2013)

FONTE: Elaborado pelos autores

De acordo com o gráfico 2, no período de 2011 a 2013 diversas empresas de diversos setores da economia solicitaram emissão de laudo de avaliação. Conforme pode ser observado neste gráfico, os quatro setores da economia que mais emitiram laudo de avaliação foram: educação, energia elétrica, indústria alimentícia e industrial.

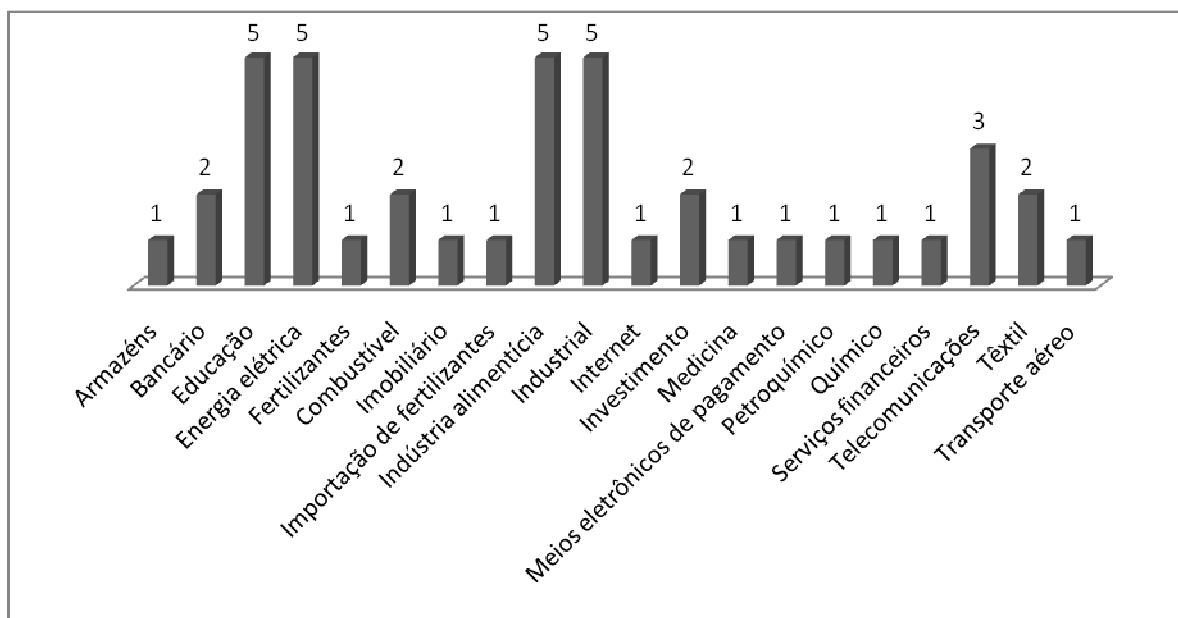


Gráfico n° 2 - Setores da economia (2011-2013)

FONTE - Elaborado pelos autores

Na maioria dos casos, para que um laudo de avaliação seja emitido, é necessária uma intermediadora. No Brasil, existem algumas empresas habilitadas a emitir laudo de avaliação. Conforme gráfico 3, no período de 2011 a 2013 as três empresas que mais emitiram laudo de avaliação foram: Apsis, Bradesco BBI e PriceWaterhouseCoopers Corporate Finance & Recovery Ltda.

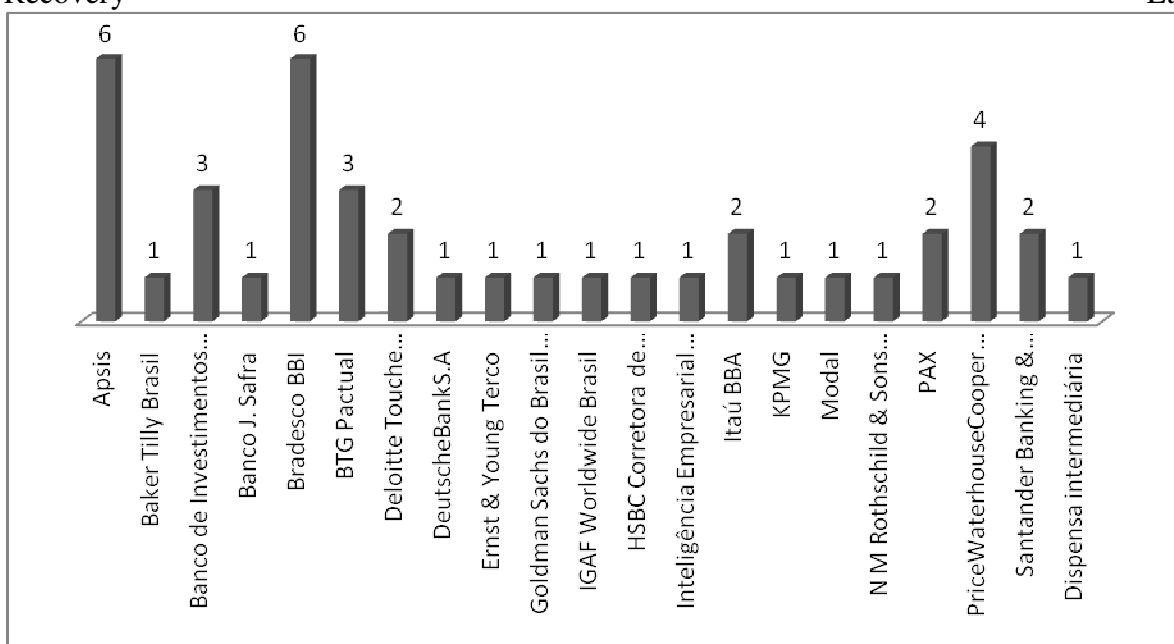


Gráfico n° 3 - Intermediárias que emitiram os laudos (2011-2013)

FONTE - Elaborado pelos autores

Observa-se que, de acordo com gráfico 4, os dois principais motivos de avaliação foram: aquisição de ações e cancelamento de registro. Outras razões que motivaram a emissão de laudos de avaliação foram: alienação de controle (um caso) aumento de participação da ofertante (um caso) e oferta pública de permuta de ações (um caso). Em 2012 a IND MAQS AGRICOLAS FUCHS SA realizou um procedimento diferenciado para cancelar o seu registro de companhia aberta. A empresa não contratou uma intermediadora para elaborar o laudo de avaliação. O principal motivo para essa decisão é que a empresa não tem condições econômico-financeira para isso em função da inexistência de liquidez de suas ações no mercado.

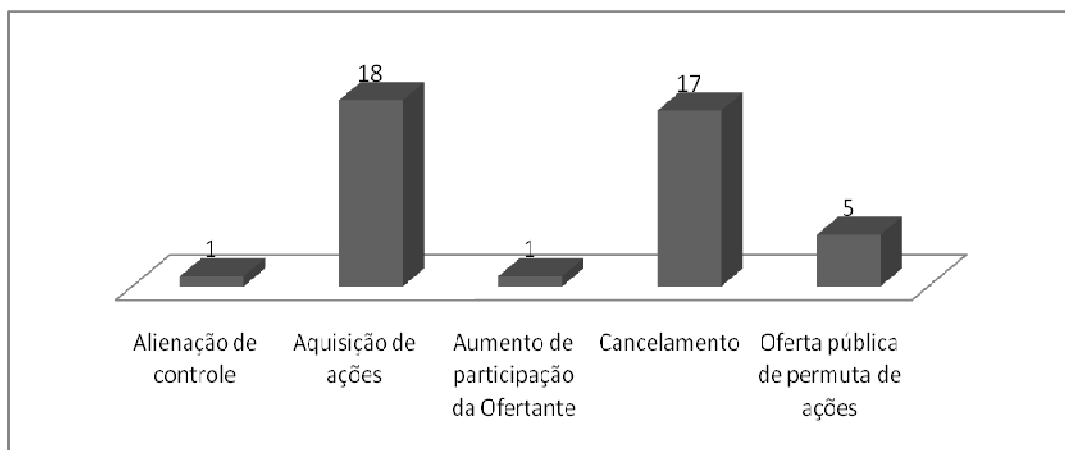


Gráfico n° 4 - Motivo de avaliação (2011-2013)

FONTE - Elaboração própria

4.1 Principais premissas

Tabela n° 2 - Principais premissas 2011

2011	Média	Mediana	Desvio-padrão
Beta	1,66	0,79	2,48
WACC nominal	13,78%	13,30%	3,84%
Ke nominal	13,49%	13,40%	3,02%
Ki	7,46%	7,57%	2,88%
Alíquota de IR	29%	34%	7,5%
Projeção (ano)	9	5	7
Preço da ação (R\$)	29,96	16,83	39,11

FONTE - Elaborada pelos autores

As principais premissas utilizadas pelas empresas que emitem os laudos de avaliação estão nas tabelas 1, 2 e 3, para cada ano de análise. A primeira premissa na tabela é o beta, ele identifica como que o ativo se comporta com relação ao mercado. Ou seja, ele capta o risco sistemático do ativo em relação ao mercado. Assim, de acordo com a tabela 1, em 2011 a média do beta foi 1,66. e seu desvio-padrão de 2,48, o maior desvio-padrão do período em

análise. A média do WACC nominal foi 13,78% enquanto seu desvio-padrão foi de 3,84%. Outra premissa relevante para a avaliação de empresas é o Ke, o custo do capital próprio. Quando os acionistas decidem investir em determinada empresa, eles exigem um retorno mínimo para manter o investimento. Em 2011, o Ke nominal teve média de 13,49% e desvio-padrão de 3,02%. O Ki, o custo de utilizar capital de terceiros para financiar os investimentos, é outra premissa considerada na avaliação. O Ki em 2011, teve média de 7,46% e desvio-padrão de 2,88%. A alíquota de IR teve média de 29% e desvio-padrão 7,5%. Outra premissa importante para avaliação de uma empresa é a quantidade de anos para a projeção dos resultados. Em 2011, a média de anos para a projeção foi 9 anos, enquanto que o desvio-padrão foi de 7 anos, maior desvio-padrão no período de análise. Quando uma empresa pretende abrir ou fechar capital, ela precisa definir o preço da ação. Assim, em 2011 a média do preço das ações foi R\$ 29,96. Enquanto que seu desvio-padrão foi de R\$ 39,11. Essa foi a maior média e desvio-padrão do preço das ações no período analisado.

Tabela n° 3 - Principais premissas 2012

2011	Média	Mediana	Desvio-padrão
Beta	0,88	0,92	0,27
WACC nominal	11,80%	12,20%	1,56%
Ke nominal	12,12%	12,39%	2,08%
Ki	6,05%	5,72%	3,07%
Alíquota de IR	33,6%	34%	3,7%
Projeção (ano)	9,92	10	0,95
Preço da ação (R\$)	16,73	5,66	32,35

FONTE - Elaborada pelos autores

Em 2012, o beta teve a menor média e desvio-padrão no período em análise, 0,88 e 0,27, respectivamente. O WACC nominal teve média de 11,80% e menor desvio-padrão no período em análise, 1,56%. O Ke nominal também teve menor média e desvio-padrão, 12,12% e 2,08%, respectivamente. O Ki teve menor média, 6,05% e seu desvio-padrão foi de 3,7%. A alíquota de IR teve média de 33,6% e desvio-padrão de 3,07%. Os anos para projeção teve média de 9,92 e desvio-padrão de 0,95, o menor desvio-padrão dos anos de projeção no período em análise. A média do preço das ações foi de R\$ 16,73 e seu desvio-padrão foi de R\$ 32,35.

Tabela n° 4 - Principais premissas 2013

2011	Média	Mediana	Desvio-padrão
Beta	0,87	0,82	0,32
WACC nominal	11,07%	12,30%	2,78%
Ke nominal	13,95%	12,70%	3,69%
Ki	20,86%	8,90%	29,21%
Alíquota de IR	34%	34%	0%
Projeção (ano)	9,38	10	3,25
Preço da ação (R\$)	12,80	10,78	11,97

FONTE - Elaborada pelos autores

Conforme a tabela 3, o beta de 2013 teve menor média no período analisado, 0,87. Enquanto que seu desvio-padrão foi de 0,32. O WACC nominal também teve a menor média, 11,07%. Seu desvio-padrão foi 2,78%. O Ki em 2013 teve maior média e desvio-padrão no período analisado, 20,86% e 29,21%, respectivamente. A alíquota de IR em 2013 teve média e mediana iguais, 34% e consequentemente, desvio-padrão igual 0%. A média dos anos para a projeção de resultados foi de 9,38 e seu desvio-padrão foi de 3,25 anos. O preço médio das ações em 2013 foi de R\$ 12,80, menor média do período analisado. Seu desvio-padrão também foi o menor, R\$ 11,97%.

4.1.1 Taxa livre de risco

Por meio da análise dos laudos de avaliação no período de 2011-2013, é possível observar que para determinar a taxa livre de risco algumas empresas utilizaram a taxa livre de risco mensurada pelo Financial Strategies Group do Credit Suisse. Outras utilizaram a taxa livre de risco dos EUA, calculada com base no yield (rendimento) do título do tesouro americano de 10 anos (“10-year U.S. Treasury”) média dos últimos 12 meses ou a média dos últimos 24 meses. Os analistas obtiveram essas informações por meio da Bloomberg. Além dessa fonte de dados, algumas empresas utilizaram a fonte de dados Ibbotson Associates para determinar a taxa livre de risco. Outras optaram por obter informações acerca da taxa livre de risco no Credit Suisse Financial Strategy Group. Algumas empresas utilizaram US T-Bond 30 anos (Federal Reserve). Algumas outras preferiram utilizar a taxa SELIC (taxa de juros básica da economia) por ser uma taxa de curto prazo e devido também à elevada volatilidade.

4.1.2 Risco país

Outra premissa importante para avaliar uma empresa é determinar o risco país, ou seja, a compensação por a empresa investir em determinado país. Quanto menos desenvolvido o país, maior será o risco e consequentemente, maior deverá ser o retorno exigido. Algumas empresas utilizaram o prêmio de risco país mensurado pelo Financial Strategies Group do Credit Suisse. Outras utilizaram o prêmio de risco país calculado com base no EMBI+Brasil (média de 12 meses) calculado pelo JP Morgan. . Outras utilizaram o Portal Brasil site http://www.portalbrasil.net/2010/economia/dolar_riscopais_junho.htm para obter o risco país. Outras utilizaram DAMODARAN, Aswath. Equity Risk Premium (ERP: determinants, estimations and implications) para quantificar o risco associado ao Brasil (Rb). Assim, considerou-se o diferencial médio dos doze meses anteriores à data-base da taxa de rendimento do título brasileiro Global-Bond 27 em relação à taxa de rendimento do T-Bond de 30 anos. A fonte de dados utilizada foi Bloomberg. Algumas empresas utilizaram a base de dados IPEA para determinar o risco país.

4.1.3 Prêmio de mercado

Outro componente da avaliação de uma empresa é o prêmio de mercado. Algumas empresas utilizaram o prêmio de risco do mercado de ações de longo prazo, calculado pelo Financial Strategies Group do Credit Suisse. Outras optaram pela Ibbotson Risk Premium Over Time Report, média de 1926 a 2010. A Ibbotson Associates, subsidiária integral da Morningstar, Inc. (<http://www.morningstar.com>) é uma empresa de serviços e pesquisa relacionados a alocação de ativos. A Ibbotson Risk Premium Over Time Report é uma ferramenta utilizada por profissionais da área financeira na determinação de prêmio de risco de capital próprio nos EUA em horizontes de curto, médio e longo prazo. Outras empresas utilizaram a taxa de retorno médio do portfólio de mercado, fonte NY University (Damodaran). Outras utilizaram o prêmio de risco esperado para o mercado acionário baseado

no prêmio estimado para o mercado acionário dos EUA, fonte - Credit Suisse Financial Strategy Group.

4.1.3 Prêmio pelo risco

O prêmio pelo risco é o retorno exigido por decidir não investir em um título livre de risco. Assim, esse prêmio de risco geralmente se baseia em dados históricos, sendo estes definidos como a diferença entre os retornos médios das ações e os retornos médios sobre os títulos livres de risco. Desta forma, algumas empresas utilizaram o correspondente ao Spread entre SP500 e US T-Bond 30 anos, fonte de dados Ibbotson (1926-2010). Outras empresas intermediárias utilizaram seus próprios estudos, por exemplo, PwC Global. Outras optaram pelo prêmio de risco no mercado norte-americano no período de 1928 até 2009 (com base na média geométrica do prêmio sobre o Bônus do Tesouro), fonte de dados - Damodaran.

4.1.4 Beta

O beta é outro componente na avaliação de empresas. Ele mede o risco não diversificável. Algumas empresas calcularam o beta com base em empresas comparáveis listadas dos últimos 60 meses, fonte de dados - Damodaran ou Barra Beta. Esse beta médio foi re-alavancado utilizando-se a estrutura de capital média do mercado e pela taxa média de 34% de imposto de renda (IR) e contribuição social (CSLL). Algumas empresas calcularam o beta realavancado da seguinte maneira:

$$\text{Beta realavancado} = \text{Beta desalavancado} \times \text{Fator de Alavancagem},$$

$$\text{Em que: Fator de Alavancagem} = (1 + ((1 - \text{Alíquota de Imposto}) \times (\text{Passivo}/\text{PL}))).$$

Outras empresas, utilizaram a seguinte fórmula:

$$\text{beta realavancado} = \text{média dos betas desalavancados} \times (1 + (1 - t) \times (\text{dívida}/\text{valor de mercado})).$$

Outras utilizaram o beta da Companhia (dois anos, retornos diários) ajustado para a estrutura de capital considerada, fonte de dados: Bloomberg. Algumas empresas optaram pela mediana do beta desalavancado.

4.1.5 Prêmio pelo tamanho

Algumas empresas adicionam o prêmio pelo tamanho na avaliação de determinadas empresas, com por exemplo: RASIP AGRO PASTORIL S.A. e SEB PARTICIPAÇÕES. Desta forma, o prêmio pelo tamanho é equivalente ao risco indicado para empresas do porte da empresa em análise. Assim, algumas empresas consideraram o prêmio médio dos últimos 50 anos apurado para de empresas americanas de pequeno porte, fonte de dados - Ibbotson.

4.1.6 Capital próprio e capital de terceiros

Em todas as observações, as empresas utilizaram o CAPM para determinar o capital próprio. Para determinar o custo de capital de terceiros, algumas empresas estimaram esse custo com base no custo atual da dívida da empresa e em discussões com os administradores da mesma. Assim, o custo de capital de terceiros (K_i) foi calculado da seguinte maneira:

$$K_i = (\text{custo da dívida antes de impostos}) \cdot (1 - \text{alíquota de imposto}).$$

Assumi-se que este se manterá constante no longo prazo. Outras estimaram esse custo considerando o risco de crédito e a situação do mercado de dívida. Outras empresas decidiram utilizar a média ponderada do custo de captação total da dívida de longo prazo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo desta pesquisa foi identificar as metodologias de avaliação econômica adotadas pelas empresas, qual o modelo de avaliação utilizado e qual o custo de capital dessas empresas no período de 2011 a 2013. Isso porque há escassez de trabalhos que se propuseram a analisar como que os laudos de avaliação são elaborados no Brasil. Portanto, tendo como ponto de partida o objetivo da pesquisa, foi possível qualificar e quantificar os laudos de avaliação, principalmente no que tange ao beta, WACC nominal, K_e nominal, K_i , alíquota de IR, quantos anos de projeção e o preço da ação as intermediárias utilizaram para a elaboração do laudo de avaliação. A presente pesquisa será útil para as empresas, usuários/investidores, auxiliará nas futuras avaliações de empresas e contribuirá para futuros estudos e discussões acerca do processo de avaliação de empresas no Brasil.

Após as análises dos laudos de avaliação no período de 2011 a 2013, foi possível identificar as principais premissas utilizadas pelas empresas intermediárias, são elas: taxa livre de risco, risco país, prêmio de mercado, prêmio pelo risco, beta e prêmio pelo tamanho (algumas empresas adicionam esse prêmio na avaliação) para a determinação do custo de capital próprio e custo de capital de terceiros. Algumas bases de dados são utilizadas para cálculo dessas premissas, como por exemplo: Bloomberg, Ibbotson e o site do professor Damodaran. Também foi possível observar que o ano com maior quantidade de emissão de laudos de avaliação foi em 2011 com 16 laudos. A empresa que mais emitiu laudos de avaliação no período em análise foi Bradesco BBI. O principal motivo de emissão de laudo foi aquisição de ações. Em 2011, a média de anos para a projeção foi 9 anos, enquanto que o desvio-padrão foi de 7 anos, maior desvio-padrão no período de análise. Neste mesmo ano, a média do preço das ações foi R\$ 29,96. Em 2012, o WACC teve o menor desvio-padrão. Enquanto que o K_e nominal teve menor média e desvio-padrão, nesse mesmo ano. O K_i teve menor média, também em 2012.

A principal limitação dessa pesquisa é o horizonte de análise, três anos. Sugere-se que próximas pesquisas analisem mais anos, que permitirá análise mais profunda acerca dos laudos de avaliação. Outra limitação que só foram analisados laudos de avaliações disponibilizados no site da CVM. Os laudos de avaliação de empresas elaborados para decisões gerenciais não estão inclusos, pois os mesmos não estão disponibilizados no site da CVM.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e Análise de Balanços**. São Paulo: Ed. Atlas, 2012.

ASSAF NETO, Alexandre. **Valuation: métricas de valor & avaliação de empresas**. São Paulo: Ed. Atlas, 2014.

Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 01/09/2014.

- COOPER, Donald R., SCHINDLER, Pamela, S. **Métodos de pesquisa em Administração**. 10ª Edição. São Paulo: Ed. Bookman, 2013.
- COPELAND, Tom *et al.* **Avaliação de empresas: calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3ª Edição. São Paulo: Ed. Makron Books, 2002.
- CUNHA, M. F. da *et al.* Avaliação de empresas no Brasil pelo fluxo de caixa descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista dos direcionadores de valor nas ofertas públicas de aquisição de ações. **Revista de Administração**. São Paulo, v. 49, n. 2, p. 251-266, abr./maio/jun. 2014.
- DEMIRAKOS, Efthimios G.; STRONG, Norman C.; WALKER, Martin. What valuation models do analysts use? **Accounting Horizons**. Vol. 18, N. 4, p. 221-240, 2004.
- DAHYA, Jay *et al.* Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis. **Journal of Financial Economics**. Volume 87, Issue 1, , p 73-100, 2008.
- DAMODARAN, Aswath. **Corporate finance: theory and practice**. New York: Wiley, 2001.
- DEMIRAKOS, Efthimios G *et al.* What valuations models do analysts use. **Accounting Horizons**. Volume 18, Issue 4, p. 221-240, December, 2004.
- ELTON, Edwin J; GRUBER, Martin J. Valuation and asset selection under alternative investment opportunities. **Journal of Finance**. Volume 31, Issue 2, p. 525-539, December, 1976.
- EHRBAR, Al. **EVA: valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza**. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 1999.
- GALDI, C; TEIXEIRA, A. J. C; LOPES, A. B. Análise empírica de modelos de valuation no ambiente brasileiro: fluxo de caixa descontado versus modelo de Ohlson (RIV). **Revista Contabilidade & Finanças – USP**. São Paulo, vol. 19, núm. 47, maio-agosto, p 31- 43, 2008.
- GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4ª Edição. São Paulo: Ed. Atlas, 2002.
- HAIR JÚNIOR, J. F.; BABIN, B.; MONEY, A. H.; SAMUEL, P. **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- KEYNES, John Maynard. **A Teoria Geral do emprego, do juro e da moeda**. 1ª Edição. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996.
- KOLLER, Tim *et al.* **Valuation: measuring and managing the value of companies**. Fourth Edition. Hoboken: Jinh Wiley e Sons, 2005.
- MARTINS, Eliseu *et al.* **Análise Avançada das demonstrações Contábeis: Uma Abordagem Crítica**. São Paulo: Ed. Atlas, 2012.
- RHODES-KROPP, Mattews *et al.* Valuation waves and merger activity: The empirical evidence. **Journal of Financial Economics**, Volume 77, Issue 3, p. 561-603, 2005.
- ROSS, Stephen *et al.* **Administração Financeira**. 2ª edição. São Paulo: Atlas, 2002.

PENMAN, Stephen H. A Synthesis of Equity Valuation Techniques and the Terminal Value Calculation for the Dividend Discount Model. **Review of Accounting Studies**. Vol. 2, p. 303 – 323, 1998.

PLENBORG, Thomas. Firm valuation: comparing the residual income and discounted cash flow approaches. **Scandinavian Journal Management**, Volume 18, p. 303–318, 2002.

SEKARAN, U.; BOUGIE, R. **Research Methods for Business: A Skill Building Approach**, 6th Edition, 2013.

SPIEGEL, Matthew; TOOKES, Heather. Dynamic Competition, Valuation and Merger Activity. **Journal of Finance**, Volume 68, Issue 1, p. 125-172, 2013.