

ÁREA TEMÁTICA: FINANÇAS

VALOR ECONÔMICO DA COMPANHIA: UMA INVESTIGAÇÃO DOS LAUDOS DE AVALIAÇÃO ÀS OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES DE COMPANHIAS ABERTAS - OPA

AUTORES

EDMILSON SOARES CAMPOS

Universidade de Brasília
edmscampos@yahoo.com.br

VERA MARLEIDE LOUREIRO DOS ANJOS

Universidade de Brasília
veramarleide@hotmail.com

ELIANE DA SILVA FELIPE

Universidade de Brasília
liliesf@gmail.com

ANTONIO CARLOS DOS SANTOS

Universidade de São Paulo
santos98@bol.com.br

RESUMO

A valoração de uma empresa representa um desafio, dado o alto grau de subjetividade das análises, aliado aos diferentes métodos e critérios disponíveis na literatura. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por meio da Instrução Normativa 361/2002, regula os procedimentos aplicáveis às ofertas públicas de aquisição de ações de companhias abertas (OPA), dentre os quais estão aqueles que tratam especificamente dos laudos de avaliação. Assim sendo, o objetivo deste artigo é investigar os Laudos de Avaliação registrados na CVM, no período de 2003 a 2007, a fim de verificar se as informações neles contidas são adequadas para uma tomada de decisão, ou seja, se o valor da ação apresentado como sendo o justo possui fundamentação teórica consistente. Para tanto, foram analisados 79 laudos, dos quais 80% elegeram o fluxo de caixa descontado como melhor critério para obtenção do valor econômico e 95% apresentou aderência às exigências técnicas da CVM. Porém, 5% não indicaram o critério da apuração do valor justo e não demonstrou o cálculo da taxa de desconto utilizada para determinar o custo do capital. Entretanto, foi possível inferir que a maioria dos laudos de avaliação fornece informações robustas no tocante à apuração do valor justo das companhias avaliadas.

Palavras-chave: Avaliação de Empresas; OPA; Oferta Pública de Ações.

ABSTRACT

The market value of a company represents a challenge due to the high level of analyzes subjectiveness, allied to the different methods and criteria available in the literature. The Securities and Exchange Commission (SEC), through the Normative Rule Number 361/2002, regulates the procedures applied to the takeover bid, as those that deals specifically with

evaluation reports. Thus, the objective of this paper is to investigate the Evaluation Reports registered in the SEC from 2003 to 2007, aiming to verify if the information expressed within them are adequate for a decision making; in other words, if the stock value informed as a fair one has a consistent theoretical statement. For that, 79 reports were analyzed and 80% of them elected the discounted cash flow as the best criteria to obtain the economic value and 95% adhered to the SEC technical requirements. Nevertheless, 5% did not disclose the criteria adopted to determine the fair price and did not demonstrate the discount rate calculation used to determine the capital cost. However, it was possible to conclude that the majority of the reports provides consistent information on the verification of the fair price of the appraised companies.

Key-words: Company Appraisal; Takeover Bid; Public offering.

1 INTRODUÇÃO

Avaliação de empresas, imperativo para que se determine a valia ou o valor justo de uma empresa, tem sido um termo comum e freqüente em noticiários de Finanças, pois diante da acirrada competitividade do mercado, inúmeras são as razões para se utilizar essa ferramenta, dentre as quais a compra ou venda de determinado objeto.

De acordo com Martins (2001, p. 263), “não existe um valor correto para um negócio. Pelo contrário, ele é determinado para um propósito específico, considerando as perspectivas dos interessados”. Nesse contexto, pode-se afirmar que a dúvida quanto à correta valoração de uma empresa é recorrente em virtude do alto grau de subjetividade, aliada aos diferentes métodos e critérios encontrados na literatura para essa avaliação.

Para Damodaran (1997), o valor de uma empresa é, em última instância, determinado não pelos fluxos de caixas atuais, mas pelos fluxos de caixa futuros esperados. A estimativa de taxas de crescimento de lucros e fluxos de caixa são, portanto, fundamental para a realização de uma avaliação razoável.

Diante disso, a escolha do método ou princípio de avaliação torna-se um item secundário ou de menor importância, pois é bastante nítido e aceitável que estimar taxas seja fundamental para a realização de uma avaliação. Ou seja, a adoção de taxas realistas, a serem utilizadas na determinação dos fluxos de caixa futuros, irá garantir a obtenção de um resultado correto.

A partir do conhecimento dos fluxos de caixa futuros esperados, o mercado é capaz de fixar os preços dos ativos de uma determinada empresa. A literatura atribui essa condição a todos os ativos financeiros de que a empresa dispõe, entre outros, as ações.

A *Statement of Basic Accounting Theory* – ASOBAT (AAA) definiu a Contabilidade como o processo de identificação, mensuração e comunicação de informação econômica para permitir a realização de julgamentos e decisões pelos usuários da informação (SCHROEDER *et al.*, 2004). Assim, a estimativa de taxas, além de fundamental, parece ser a tarefa mais difícil, pois são taxas que hão de ser no futuro, portanto, ainda que se afirme que uma avaliação não está fundamentada em taxas ocorridas no passado, é impossível estimá-las sem que haja um parâmetro. Ainda que não se baseie no passado, faz-se necessário fundamentar-se ao menos no presente.

Por ser a avaliação dependente dessa estimativa e para isso contribui o avaliador, que é um ser único, parece improvável que duas ou mais avaliações com os mesmos dados fornecidos, feitas por empresas distintas cheguem a valores idênticos. Para que essa disparidade não seja tão vultosa, Fernandez (2005) recorre e sugere a utilização do bom senso por parte do avaliador.

Nesse contexto, a CVM, com a finalidade de proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários, emitiu a Instrução Normativa CVM 361/02, que em seu inciso II do artigo 4º preconiza o princípio a ser observado:

[...] a Oferta Pública de Aquisição de Ações - 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.

A referida IN, ainda, em seu artigo 8º e anexo III, delinea todo o procedimento inerente ao Laudo de Avaliação da empresa ofertante, tais como critérios de avaliação, elementos de comparação adotados, além de alguns requisitos mínimos que devem ser observados na feitura do aludido laudo para posterior envio à CVM em três vias.

Segundo a CVM e para efeito da IN 361/2002

[...] considera-se OPA a oferta pública efetuada fora de bolsa de valores ou de entidade de mercado de balcão organizado, que vise à aquisição de ações de companhia aberta, qualquer que seja a quantidade de ações visada pelo ofertante.

Fundamentado nessa instrução normativa, este artigo tem por objetivo investigar os Laudos de Avaliação apensos às OPA registradas na CVM, a fim de responder a indagação: As exigências requeridas pela CVM aos Laudos de Avaliação são atendidas pelas empresas que os elaboram, e essas exigências são determinantes para que o resultado do Laudo de Avaliação subsidie a tomada de decisão, ou seja, reflita o preço justo de uma ação?

O objetivo é discutir a questão por meio de revisão bibliográfica e da investigação minuciosa dos laudos de avaliação aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhias abertas. A pretensão do artigo não é esgotar o assunto, tão pouco verificar, de forma simplista, a aderência dos laudos de avaliação às exigências impostas, buscando respostas como sim ou não. Ao contrário, propõe-se a investigar que danos a não observância normativa pode acarretar, quais os maiores prejudicados e de que maneira a contabilidade pode influenciar para que isso não ocorra.

Para atingir os objetivos propostos, o estudo estrutura-se como segue: apresentação da fundamentação teórica; descrição da metodologia e discussão dos resultados; e, finalmente, as considerações finais.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A Instrução CVM nº 361/2002 define como Oferta Pública de Ação – OPA, a oferta pública que vise à aquisição de ações de companhia aberta, qualquer que seja a quantidade de ações visada pelo ofertante, efetuada fora de bolsa de valores ou de entidade de mercado de balcão organizado. Classifica, ainda, as OPA, de acordo com a finalidade a que se destina:

- cancelamento de registro – formulada obrigatoriamente com o objetivo de adquirir, por preço justo, a totalidade das ações em circulação no mercado, pela companhia emissora das ações ou por seu acionista ou sociedade que a controle direta ou indiretamente;
- aumento de participação – é obrigatória e deve ser realizada diante da possibilidade de um aumento de participação, direta ou indireta, do acionista controlador no capital social da companhia aberta, para evitar que a liquidez de mercado de ações remanescentes seja prejudicada;
- alienação de controle – efetuada obrigatoriamente sempre que houver a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que possam ter, como resultado, a alienação de controle acionário da sociedade;
- voluntária – formulada com a finalidade de adquirir ações de companhia aberta, cuja operação não se enquadre nos itens acima;
- aquisição de controle de companhia aberta – é voluntária e ocorre somente se houver a participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante; e
- concorrente - é formulada por um terceiro, que não o ofertante ou pessoa a ele vinculada, e que tem como foco ações abrangidas por OPA, apresentada

anteriormente para registro perante a CVM, ou por OPA não sujeita a registro que esteja em curso.

Conforme Berkovitch e Narayanan (1993), são consideradas motivações relevantes para a efetivação de OPA fatores como:

- sinergia, ou seja, o resultado econômico de duas empresas fundidas é maior que o de cada uma delas individualmente;
- equívoco na avaliação da empresa pelo adquirente, podendo levar à desvalorização; e,
- influência do adquirente, a saber, a forma de administração adotada pela adquirente é capaz de influenciar o resultado auferido pela adquirida.

Além das motivações acima citadas, Hand e Lynch (1999) apontam a ineficiência do mercado de capitais, a transferência de riquezas e fatores tributários como os principais responsáveis pela oferta efetuada pelos adquirentes de prêmios acima do valor de mercado.

Para dirimir ou rechaçar esses equívocos, surge o laudo de avaliação, elaborado por empresa independente se que torna parte integrante e imprescindível no processo de negociação de ações nas ofertas públicas, cabendo-lhe a função de determinação do preço justo de negociação. Além da Instrução CVM 361/02 que dispõe sobre as Ofertas Públicas de Ações, há, também, a Instrução CVM 436/06 que discorre exclusiva e detalhadamente sobre as informações a serem prestadas pelos laudos.

Em concernência aos laudos de avaliação que acompanham a OPA, o § 3º da Instrução CVM 361/02 determina que esses devam indicar os critérios de avaliação, os elementos de comparação adotados e o responsável por sua elaboração, bem como, devam conter, no mínimo e cumulativamente, o que se segue: preço médio ponderado de cotação das ações, valor do patrimônio líquido por ação, valor econômico da companhia, fluxo de caixa descontado ou por múltiplos, valor da companhia segundo o critério de avaliação, adotado pelo ofertante para a definição do preço justo, declaração do avaliador e as planilhas de cálculos e projeções utilizadas na avaliação por valor econômico.

A teoria de finanças propõe instrumentos quantitativos para se chegar ao valor de uma empresa. Para MARTINS (2001), atingir o valor justo de mercado, que traduz de maneira equilibrada a potencialidade econômica de determinada empresa é o objetivo precípua ao se avaliar uma organização. Ainda, sob o ponto de vista do autor:

[...] o preço do negócio somente será definido com base na interação entre as expectativas dos compradores e vendedores. Não existe um valor correto para um negócio. Pelo contrário, ele é determinado para um propósito específico, considerando as perspectivas dos interessados.

Bodie *et al.* (2000) define o valor de uma ação como sendo o valor presente de todos os pagamentos em dinheiro para o investidor, incluindo os dividendos, assim como os lucros da última venda das ações, descontado na taxa de juros apropriado e ajustado pelo risco.

A prevenção de risco, bem como a continuidade dos empreendimentos são aspectos intrínsecos às atribuições da contabilidade quanto ciência aplicada e detentora de metodologias, especialmente, criadas para captar, registrar, acumular, resumir e interpretar os fenômenos que afetam as situações patrimoniais e econômicas de qualquer ente. (IUDÍCIBUS, 1998)

De modo geral, há três possíveis abordagens para a determinação do valor das ações.

[...] A primeira, avaliação por fluxo de caixa descontado, relaciona o valor de um ativo ao valor presente dos fluxos de caixa futuros relativos àquele ativo. A segunda, a avaliação relativa, estima o valor de um ativo enfocando a precificação de ativos “comparáveis” relativamente a uma variável comum, com lucros, fluxo de caixa, valor contábil ou vendas. A terceira, a avaliação de direitos

contingentes, utiliza modelos de precificação de opções para medir o valor de ativos que possuam características de opções. (DAMODARAN, 1997).

Pelo método do fluxo de caixa descontado, existem duas maneiras de avaliar um empreendimento. A primeira, leva em consideração apenas a participação acionária no negócio, isto é, o capital próprio. Enquanto que a segunda, além da participação acionária, considera, também, a parcela pertencente aos demais detentores de direitos da organização, ou seja, o capital de terceiros; assim, a empresa é avaliada como um todo (DAMODARAN, 1997).

Essas duas formas de se aplicar a metodologia do fluxo de caixa descontado são designadas de Fluxo de Caixa Descontado para o Acionista - FCLA e Fluxo de Caixa Descontado para a Empresa - FCLE. Na primeira (FCLA), são projetados os resultados operacionais e as despesas de financiamento do capital de terceiros, obtendo-se um fluxo de caixa livre, disponível integralmente para os acionistas. Nesta modalidade, a taxa de desconto deve refletir, apenas, o custo de oportunidade do acionista, a saber, o resultado obtido é o valor do patrimônio líquido do acionista.

A segunda forma (FCLE) baseia-se em projeções financeiras de resultados operacionais, sem deduzir as despesas de financiamento do capital de terceiros. É em tais situações que o fluxo de caixa deverá ser empregado para remuneração do acionista e do capital de terceiros. Partindo da premissa de que caso a empresa deseje manter inalterada a sua estrutura de capital, utilizar-se-á uma taxa de desconto constante para todo o período sob análise. Essa taxa de desconto deve refletir o custo ponderado de capital próprio e de terceiros. O resultado obtido nesta modalidade é o valor econômico total dos ativos operacionais, incluindo capital próprio e de terceiros.

Maior rigor técnico e conceitual, dentre os métodos de avaliação econômica de investimentos, é apresentado pelo fluxo de caixa descontado, por voltar-se para a apuração da riqueza absoluta do empreendimento, calculada pelo valor presente dos fluxos de benefícios econômicos líquidos de caixa esperados no futuro (ASSAF NETO, 2005).

Na mensuração do custo de capital, quando há emprego de recursos de terceiros, utiliza-se o Custo Médio Ponderado de Capital - CMPC, do inglês *Weighted Average Cost of Capital* – WACC, cuja fórmula encontra-se a baixo:

$$R_{wacc} = \frac{S}{S+B} R_s + \frac{B}{S+B} R_b (1 - T_c)$$

Onde:

S = é o valor do capital próprio

B = é o valor do capital de terceiros

R_s = é o custo de capital próprio

R_b = é o custo de capital de terceiros

T_c = alíquota tributária

De acordo com Hendriksen (1999), os estudos empíricos têm demonstrado que a confiabilidade das predições que usam dados de fluxo de caixa é maior do que a de predições, baseadas somente nos dados históricos de lucro. Ainda, segundo o autor, devido ao ganho de previsibilidade, determinou-se que a apresentação de informações históricas de fluxo de caixa, nas demonstrações publicadas fosse obrigatória.

Os estudiosos Sharpe, Lintner e Mossin, a partir de trabalho anteriormente desenvolvido por Harry Markowitz, chegaram a um modelo de formação de preços de equilíbrio de títulos negociados num mercado eficiente. Esse é o modelo de precificação de

ativo de capital, do inglês “*capital asset pricing model*” (CAPM). Com esse modelo, demonstra-se que o retorno esperado de um título individual é igual a um retorno de um ativo livre de risco mais o risco relativo (designado por beta) do título multiplicado pela diferença entre o retorno esperado da carteira de mercado e o retorno de um ativo sem risco. Isto é representado pela fórmula a seguir, largamente utilizada para determinar o custo do capital próprio, ou seja, o custo de uma ação ordinária (HENDRIKSEN e BREDÁ, 2002).

$$K_e = R_F + \beta \times (R_M - R_F)$$

Onde:

K_e = taxa de retorno mínimo requerido pelos investidores do ativo (custo do capital próprio);

R_F = taxa de retorno dos ativos livres de risco;

β = coeficiente beta, medida do risco sistemático do ativo, não diversificável;

R_M = rentabilidade oferecida pelo mercado em sua totalidade e representada pela carteira de mercado;

A diferença entre o retorno da carteira de mercado e a taxa de juros definida livre de risco ($R_M - R_F$) é definida como o prêmio pelo risco de mercado.

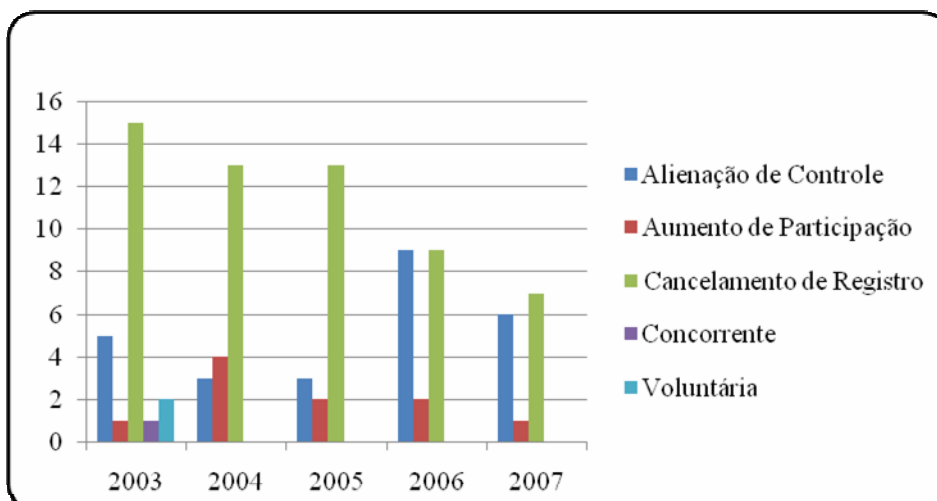
Segundo Schmidt *et al.* (2007), o método ideal para avaliação de ativos em geral é o Método do Valor Econômico, mas adverte que existem algumas restrições, como a utilização do resultado econômico como base de mensuração ao invés de fluxo de caixa; a não utilização do custo de oportunidade para riscos equivalentes; o tratamento do resultado econômico produzido como um fator fixo, o que não condiz com empresas em expansão, já que não contempla ativos que estejam improdutivos. Enfim, diante desses limitadores, o próprio autor classifica o método como de difícil implementação.

3 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Com a finalidade de investigar quais os métodos e critérios utilizados pelas Companhias na confecção dos laudos de avaliação em atendimento à Instrução Normativa CVM 361/02 e compará-los àqueles recomendados pela literatura, optou-se pela realização de um estudo exploratório, cuja fonte foram as informações públicas obtidas da Comissão de Valores Mobiliários – CVM por meio de seu sítio na internet www.cvm.org.br.

O presente artigo visa analisar os Laudos de Avaliação das Companhias que são apresentados como requisito às ofertas públicas de aquisição de ações – OPA. Para isso, foram selecionados 79 laudos de avaliação e respectivos editais disponibilizados no sítio da CVM, no período compreendido de 2003 a 2007, distribuídos anualmente nas modalidades para as quais as OPA foram registradas conforme gráfico 1.

Gráfico 1: Modalidades de OPA



Fonte: Elaborado pelos autores

As modalidades de OPA por alienação de controle, por aumento de participação e para cancelamento de registro, são OPA obrigatórias, previstas na IN CVM 361/02, realizadas como condição do cancelamento do registro de companhia aberta, em consequência de aumento da participação do acionista controlador no capital social de companhia aberta e como condição do cancelamento do registro de companhia aberta, respectivamente. Todas essas modalidades estão sujeitas a registro perante a CVM.

Consoante IN mencionada, a modalidade de OPA concorrente é formulada por um terceiro que não o ofertante ou pessoa a ele vinculada e tem por objeto ações abrangidas por OPA já apresentada para registro perante a CVM, ou por OPA em curso não sujeita. Quando uma OPA sujeita a registro na CVM concorre com outra, ambas devem ser registradas.

Estão sujeitas a registro na CVM as OPA que concorrerem com OPA sujeita a registro perante a CVM. A modalidade de OPA voluntária visa à aquisição de ações de emissão de companhia aberta e só estará sob a égide da In quando envolverem permuta por valores mobiliários.

O universo da pesquisa perfez um total de noventa empresas com OPA registradas no quinquênio sob análise. Do total, doze empresas tiveram tratamento diferenciado; dessas, onze empresas ficaram isentas de apresentar o laudo de avaliação por se enquadrarem em situações excepcionais previstas na IN. Dessa forma, a amostra da pesquisa está fundamentada nos 79 laudos de avaliação, distribuídos anualmente nas quantidades a seguir: 19 laudos em 2003; 17 em 2004; nos 16 em 2005; nos 17 em 2006, e finalizando a pesquisa, nos 10 laudos em 2007. Ressalta-se que a amostra pesquisada é heterogênea, apresentando empresas de diferentes tamanhos, diversos setores; algumas com ações negociadas na Bolsa, outras, com ações negociadas no Mercado de Balcão.

A Instrução Normativa CVM 361/02 preconiza, no caput do seu artigo 8º:

[...] sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, será elaborado laudo de avaliação da companhia objeto.

De fato, todo o artigo 8º dedica-se ao assunto de avaliação da empresa. No parágrafo primeiro da IN em questão, é facultado à empresa optar pelo avaliador, tendo em vista que o laudo de avaliação.

[...] 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.

As empresas e ou instituições financeiras especializadas, responsáveis pela emissão do laudo de avaliação, investigadas neste trabalho, comprovaram, por meio da relação de seus clientes, bem como pela experiência dos anos e formação profissional adequada possuírem experiência em avaliação de companhias abertas.

As instituições avaliadoras, por ordem decrescente de número de laudos apresentados, tiveram no período sob estudo a distribuição a seguir:

- Banco Itaú BBA S.A. com sete laudos;
- KPMG Corporate Finance e Trevisan Auditores e Consultores LTDA ambas com cinco laudos;
- Banco Pactual S.A. com quatro laudos;
- as empresas: APSIS Consultoria Empresarial S/C LTDA, Banco de Investimento Credit Suisse First Boston S.A., Deloitte Touche Tohmatsu Consultores Ltda, Fator S.A Corretora de Valores, Máxima Consultoria e Finanças Corporativas Ltda, e Planner Corretora de Valores S.A., elaboraram três laudos cada uma;
- as demais empresas figuram com até dois laudos de avaliação, dentre as quais a maioria com somente um laudo.

Tal distribuição evidencia a pulverização das empresas na elaboração dos laudos.

O § 3º do artigo 8º da IN 361/82, acrescentado pela Instrução CVM nº 436, de 05 de julho de 2006, enumera, detalhadamente, todos os requisitos mínimos requeridos na feitura do laudo de avaliação, dentre os quais destaca-se a indicação dos critérios de avaliação, os elementos de comparação adotados e o responsável pela sua elaboração, contendo, ainda, no mínimo e cumulativamente, o seguinte:

I - preço médio ponderado de cotação das ações da companhia objeto na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, nos últimos 12 (doze) meses, se houver, discriminando os preços das ações por espécie e classe;

II - valor do patrimônio líquido por ação da companhia objeto apurado nas últimas informações periódicas enviadas à CVM;

III - valor econômico da companhia objeto por ação, calculado pela regra do fluxo de caixa descontado ou por múltiplos, conforme se entender fundamentadamente mais adequado ao caso da companhia, de modo a avaliá-la corretamente;

IV - valor da companhia segundo o critério de avaliação adotado pelo ofertante para a definição do preço justo, se for o caso, e não estiver abrangido nos incisos anteriores;

V – declaração do avaliador:

a) quanto à quantidade de ações de emissão da companhia objeto de que ele próprio, seu controlador e pessoas a eles vinculadas sejam titulares, ou que estejam sob sua administração discricionária;

b) sobre o critério de avaliação, dentre os constantes do laudo, que lhe pareça mais adequado à definição do preço justo, se for o caso;

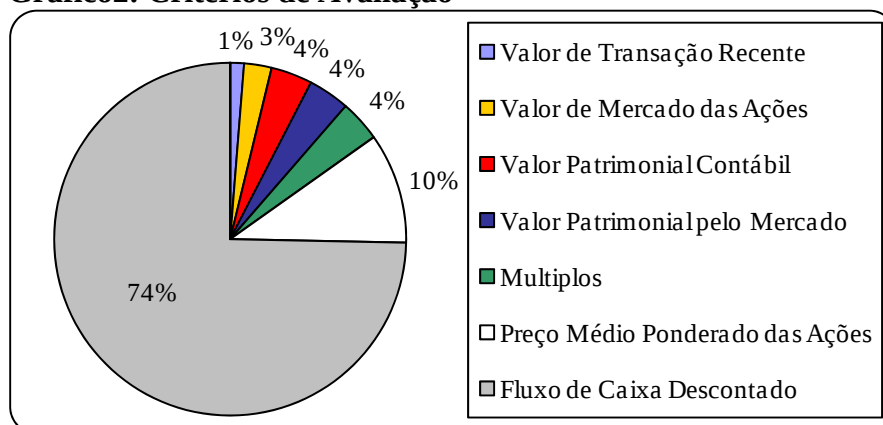
c) de que não tem conflito de interesses que lhe diminua a independência necessária ao desempenho de suas funções;

d) do custo do laudo de avaliação; e

VI – as planilhas de cálculo e projeções utilizadas na avaliação por valor econômico, com destaque para as principais premissas utilizadas e justificativas para cada uma delas.

Observa-se que, a CVM, além de estipular os métodos a serem desenvolvidos no laudo de avaliação, exige, ainda, a informação de qual o método escolhido e a sua conseqüente justificativa para tal opção. A partir dos métodos adotados nos laudos pesquisados, obtém-se o gráfico a seguir.

Gráfico2: Critérios de Avaliação



Fonte: Elaborado pelos autores.

Conforme demonstrado no gráfico 2, 74% dos avaliadores optaram pelo Fluxo de Caixa Descontado como a melhor opção para se avaliar o valor econômico da ofertante; 10% dos avaliadores fizeram a opção pelo Preço Médio Ponderado das Ações, 4% por Múltiplos, Valor Patrimonial Contábil e Valor Patrimonial pelo Mercado, 3% por Valor de Mercado das Ações e 1% alegou que, por força das circunstâncias, optou pelo método de Transação Recente, que é uma prerrogativa para casos excepcionais.

Paiva (2001) ressalta que a avaliação patrimonial contábil é a mais direta abordagem sobre a valoração de uma empresa, haja vista que se sustenta em informações constantes do balanço patrimonial. No entanto, a fraqueza deste método está no fato de que normalmente o valor dos ativos e passivos tem como fundamento custos histórico, isto é, não levam em consideração fatores como inflação e a obsolescência, o que, comumente, gera muita divergência entre os valores evidenciados nas demonstrações contábeis e os respectivos preços de mercado.

Considerando que a literatura recomenda que somente em circunstâncias bastante específicas se utilize a demonstração contábil para valorar uma empresa, os avaliadores que optaram pelo valor patrimonial contábil alegaram que o fizeram como única alternativa para não prejudicar o acionista minoritário, haja vista que essas empresas se encontravam paralisadas ou vinham auferindo prejuízos por longos períodos.

Tabela 1: Indicação dos critérios legais do avaliador em relação à quantidade (Qtd) de laudos analisados.

Ano	2003		2004		2005		2006		2007		Total	
	Qtd	%	Qtd	%	Qtd	%	Qtd	%	Qtd	%	Qtd	%
Quantidade de laudos analisados	19	24%	17	22%	16	20%	17	22%	10	13%	79	100%
Indicou o critério de avaliação mais adequado para a definição do preço justo da Cia	19	100%	17	100%	16	100%	16	94%	10	100%	78	99%

Fonte: Sítio da CVM na Internet. Elaborado pelos autores.

De acordo com os critérios, a tabela demonstra que uma avaliadora deixou de indicar o critério mais adequado para a definição do preço justo da Companhia. Portanto, a julgar pelo rigor da Norma, observa-se que não foram cumpridas, de forma unânime por todos os avaliadores, as exigências constantes da letra “d” do inciso V, § 3º, art. 8º, também da Instrução CVM nº. 361/2002.

Considerando que a maioria dos avaliadores optou pelo Fluxo de Caixa Descontado, convém recorrer ao entendimento dado por Damodaran (1997).

[...] a regra fundamental em descontos é equiparar fluxos de caixa do acionista a custo do patrimônio líquido, fluxos de caixa para a empresa a custo de capital, fluxos de caixas nominais a taxas de descontos nominais, fluxos de caixas reais a taxas de descontos reais, fluxos de caixa pré-tributação a taxas de desconto pré-tributação e fluxos de caixa pós-tributação a taxas de desconto pós-tributação.

No tocante ao conhecimento teórico dos avaliadores, não há como contestar a experiência demonstrada pelo número de clientes apresentados, tempo de experiência em companhias abertas, formação profissional, fundamentação dos laudos, as justificativas das informações e dos dados observados, apresentação e explanação das fórmulas utilizadas. É nítido o domínio do saber na área em que atuam.

Já não se pode tecer equivalente comentário quanto ao atendimento do item “b” do inciso XIV, anexo III, da CVM 361/02 que determina:

[...] deverão ser explicitadas as premissas e a metodologia de cálculo para a fixação da taxa de desconto utilizada, de acordo com os critérios usualmente adotados na teoria de finanças.

O levantamento dos dados sobre os métodos adotados nas avaliações foi sintetizado na tabela a seguir:

Tabela 2 : Critérios de avaliação mais adequados para a definição do preço justo.

Métodos	2003		2004		2005		2006		2007		Total	
	Qtd	%	Qtd	%	Qtd	%	Qtd	%	Qtd	%	Qtd	%
Valor de Transação Recente					1						1	1%
Valor de Mercado das Ações	1				1						2	3%
Valor Patrimonial Contábil	2				1						3	4%
Valor Patrimonial pelo Mercado			2		1						3	4%
Múltiplos	3										3	4%
Preço Médio Ponderado das Ações	3		2		1		2				8	10%
Fluxo de Caixa Descontado	10		13		11		15		10		59	75%
Soma	19		17		16		17		10		79	100%
Fluxo de Caixa Descontado	10		13		11		15		10		59	100%
Apresentou e explicou o CPMC	10		13		11		12		10		56	95%
Soma dos que apresentaram CMPC	10		13		11		12		10		56	95%

Fonte: Sítio da CVM na Internet. Elaborado pelos autores.

Da análise da tabela 2, depreende-se que a avaliação da empresa pelo critério Fluxo de Caixa Descontado, na opinião de 75% das empresas avaliadoras, foi o critério apontado e utilizado como o mais adequado para a definição do preço justo. Diante disso, este trabalho enfatizou a pesquisa na análise desse critério, inclusive, com destaque dos demais critérios na própria tabela.

A partir dos laudos de avaliação que contemplaram o critério de Fluxo de Caixa Descontado, a fim de anuir, com o mínimo de segurança, com os resultados figurados nos Laudos de Avaliação, a ênfase da análise recaíram sobre as premissas das taxas de descontos, utilizadas para os fluxos futuros, sobre a análise da composição dessa taxa e os itens influenciadores, a saber, custo de oportunidade do capital, custo real da dívida levando-se em consideração risco do negócio, economias de impostos, estimativa de crescimento, entre outros.

De 2003 a 2005, as 34 empresas avaliadoras que utilizaram o critério de Fluxo de Caixa Descontado foram unânimes em determinar o custo médio ponderado de capital, dispondo do custo de capital próprio, custo de capital de terceiros, bem como, dos percentuais de capitais próprios e de terceiros na estrutura de capital da Companhia. Fundamentou-se a

estimativa do capital próprio por meio de fórmulas, envolvendo os quesitos essenciais para a estimativa. Os compromissos das Companhias fundamentaram as estimativas dos capitais de terceiros.

Os CMPC figuraram em 2003 em um intervalo de 11,13% a 21,20%, em 2004 entre 11% e 18,47% e no ano de 2005 situou-se entre 9,34% e 17,47%. Nesse triênio, constata-se uma elasticidade na distribuição desses custos, inexistindo concentração, o que denota características de cada companhia.

O exercício de 2006 apresentou-se de forma atípica; dos 17 Laudos de avaliação registrados, 15 optaram pelo Método do Fluxo de Caixa Descontado, o que representa em torno de 90% das empresas naquele ano. Todas foram unânimes em descrever a metodologia do custo médio ponderado do capital. Entretanto, três delas não calcularam o custo da dívida, fizeram uma estimativa do percentual dentro de um intervalo ou citaram a taxa percentual que seria utilizada para cálculo do custo de capital de terceiros sem maiores explicações. A título de ilustração, pode-se transcrever a seguinte frase, retirada de um dos laudos em análise: “A fim de determinar o custo do capital de terceiros utilizamos a taxa SELIC”. Tal expressão não denota que essa seja uma taxa efetiva da empresa, a não ser que, de fato, a empresa possua somente compromissos relacionados à taxa SELIC, o que não foi explicitado pelo laudo.

Diante do acima exposto, observa-se que, de uma variação do CMPC entre 7,8% e 19%, praticamente metade das empresas concentraram o CMPC em torno de 12% nesse exercício. Embora o ocorrido abranja somente 5% do total das empresas sob análise, há que se registrar o fato tanto por sua relevância quanto para a credibilidade do trabalho.

Dos 10 laudos apresentados em 2007, todos fizeram a opção pelo Fluxo de Caixa Descontado e foram unânimes em calcular o CMPC das empresas, a exemplo do ocorrido no primeiro triênio deste estudo. A peculiaridade de cada empresa fica bastante evidenciada no resultado de seus custos médios ponderados de capital, haja vista que em um intervalo de percentual entre 9,6% e 17,8% inexistiu a repetição dos percentuais encontrados dos CMPC, perfazendo dez resultados distintos.

Oportuno é salientar que, mesmo nos demais exercícios em que 95% dos laudos de avaliação que utilizaram o custo médio ponderado do capital com explicitação das referidas fórmulas, as variáveis e ou premissas trazidas aos laudos, na sua grande parte, foram simplesmente informadas, sem a preocupação de demonstrar como se originaram. Para corroborar o exposto, aduz para este estudo como exemplos, três situações dentre as figuradas nos laudos, quais sejam:

- No primeiro exemplo, o laudo evidencia que as despesas financeiras são oriundas de financiamento bancário com encargo de determinado percentual ao ano. Ocorre que a empresa era detentora de vários financiamentos e não foi detectada a elaboração de uma média ponderada para se chegar ao percentual estipulado. Diante disso, é inegável o surgimento de dúvidas no que tange aos percentuais pactuados, não sendo possível sanar neste estudo, se de fato todos os financiamentos foram pactuados a uma mesma taxa.
- Em um outro laudo elaborado em 2004, foi estipulado determinado percentual para o prêmio de risco e como justificativa desse percentual mencionou-se que fora extraído da obra de renomado autor que estipula o prêmio de risco adequado para mercados emergentes. Ocorre que a publicação do livro remonta 1997. E, prêmio de risco é uma variável em constante oscilação.
- Semelhante procedimento verifica em um laudo de 2005 em referência também ao prêmio de risco do mercado, cuja justificativa para determinação do percentual fundamentou-se em estudos que abrangeram empresas no período 1926/2002, ou seja, período, também defasado.

Estes exemplos são alguns, dentre os fatos que se configuram como delimitadores para o aprofundamento do trabalho que, conseqüentemente, impedem a formação de opinião convincente no que concerne aos resultados dos laudos de avaliação como era a pretensão primeira.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A análise efetuada nesta pesquisa, realizada por meio das informações públicas disponíveis no sítio da internet da CVM, permitiu verificar que 95% das Instituições avaliadoras, no período sob estudo de 2003 a 2007, cumpriram todas as exigências requeridas pelo referido órgão no teor do laudo de avaliação. Registra-se a exceção de alguns requisitos, cuja ausência foi devidamente justificada. As justificativas plausíveis e acatadas pela CVM foram consideradas devidamente atendidas.

O não cumprimento pleno das exigibilidades se deu pela não indicação, por parte da avaliadora, do critério mais adequado para cálculo do preço justo da Companhia e da explicitação das premissas para a fixação da taxa de desconto utilizada.

Não obstante a não indicação das premissas para a fixação da taxa de desconto utilizada representar somente 5% da amostra, o fato torna-se significativo em face da relevância do assunto. Ocorre que, para a avaliação da empresa, a estimativa de taxas de crescimento de lucros e fluxos de caixa é fundamental para a realização de uma avaliação razoável e, justamente nesse aspecto de considerável importância, alguns laudos foram imprecisos.

Convém salientar que qualquer taxa que não seja a taxa real praticada pela empresa, independente de ter-se utilizado um valor menor ou majorado, trará prejuízos para uma das partes envolvidas no processo, pois estando o preço inadequado, configura-se o dano.

O que se expôs acima pode ter sido configurado no exercício de 2006, em que empresas totalmente distintas tanto em relação ao setor em que atuam quanto pelo porte, e ainda, com diferenças entre a proporção de capitais próprios e de terceiros, tiveram o custo médio ponderado de capital de 12% ao ano, isto é, terão seus fluxos de caixa descontados pela mesma taxa. Portanto, é provável que uma das partes tenha se prejudicado em face da utilização de taxas estimadas sem critérios sustentáveis.

Convém salientar os fatos que se configuram como delimitadores expostos na metodologia que, conseqüentemente, impediram a formação de opinião convincente no que se refere aos resultados dos laudos de avaliação como era a pretensão primeira.

Nesse sentido, a divulgação deste estudo pode contribuir para que os profissionais se predisponham a zelar pelo teor do seu trabalho e, por outro lado, a Contabilidade, no cumprimento de sua finalidade, deve ser capaz de prover demonstrações contábeis que propiciem a captura de quaisquer dados que sejam relevantes aos seus usuários.

Embora a CVM mencione que as exigências normativas sejam as mínimas necessárias, podendo ser complementadas, não se observou nada de substancial nos laudos que possa ser caracterizado como complementação das informações requeridas. É provável que o observado se justifique pelo fato de que, apesar de ser o mínimo necessário, a grande quantidade de quesitos, planilhas, demonstrações financeiras, torna-se volumoso.

Apesar de o intervalo entre o menor e o maior laudo serem extremos, com 15 e 217 páginas respectivamente, o que difere, de fato, são as disposições das informações em que uns e outros dispõem de grande número de gráficos, disposição das informações, bem como, um número maior de dados, em virtude da diferença entre o tamanho das empresas e ou grupo econômico.

Diante de todo o exposto, conclui-se que as exigências requeridas pela CVM aos laudos de avaliação, na sua grande maioria, são atendidas pelas empresas que os elaboram. Como fora previsto, não era pretensão do estudo esgotar o assunto, mas sim discutir a questão para disseminar o conhecimento. Assim sendo, pelo minucioso estudo dos laudos de avaliação que evidenciaram a análise dos dados passados, projeções futuras é possível inferir que o laudo de avaliação é de grande valia como auxílio tanto para os administradores quanto para os acionistas minoritários, na tomada de decisão.

Urge frisar que, sem o intuito de desmerecer todo o conhecimento requerido dos avaliadores, não se pode concluir que os valores disponibilizados nos laudos reflitam plenamente o preço justo de uma ação, ainda que com os dados reais da empresa. Entretanto, a avaliação supõe uma grande aproximação até porque a síntese do estudo prevê um valor presente, alicerçado em taxas futuras que ainda ocorrerão, não havendo como predizê-las. Alia-se a tudo isso, a subjetividade presente em toda análise.

Ressalta-se que o presente estudo ateu-se aos itens de maior relevância e, especificamente, aos critérios e métodos de avaliação para determinação do preço justo da companhia. Portanto, não fez parte do escopo deste estudo verificar todas as exigências normativas requeridas pela Comissão de Valores Mobiliários, enfoque sugerido para estudos posteriores.

5 REFERÊNCIAS

ASSAF, Alexandre Neto. Mercado Financeiro. São Paulo: Atlas, 2005.

BERKOVITCH, Elazar; NARAYANAN, M. P. *Motives for takeovers: an empirical investigation. Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 28, n. 3, p. 347-362, set. 1993.

BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. Fundamentos de Investimentos. Porto Alegre: Bookman, 2000.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. www.cvm.org.br.

DAMODARAN, Aswath. Avaliação de Investimentos. Rio de Janeiro. Qualitymark. 1997.

FERNÁNDEZ, Pablo (2005), “*Equivalence of Ten Different Methods for Valuing Companies by Cash Flow Discounting*”, *International Journal of Finance Education*, Volume 1 Issue 1: 2005, pp. 141-168

HAND, John R. M.; LYNCH, Luann J. *Two roles for summary accounting data in explaining takeover premia*. 24 jul.1999. Disponível em: <<http://www.ssrn.com>>. Acesso em: 9 abr. 2007.

HENDRIKSEN, Eldon S; BREDER, Michael F. Van. Teoria da Contabilidade. São Paulo: Atlas, 1999.

IUDICIBUS, Sergio de. Análise de Balanço, Análise da Liquidez e do Endividamento Análise do Giro, Rentabilidade e Alavancagem Financeira. São Paulo, Atlas, 1998.

MARTINS, Eliseu. Organizador FINECAFI. Avaliação de Empresas. São Paulo. Atlas. 2001.

MATIAS-PEREIRA, José. Metodologia da Pesquisa. Brasília: CEAD UnB 2006.

PAIVA, Wagner Peixoto. Métodos de avaliação de pequenas e médias empresas. In:

SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 5., 2001, São Paulo. Anais eletrônicos... São Paulo: V SemeAd FEA-USP, 2001. Disponível em:
<<http://www.ead.fea.usp.br/Semead/5semead/index.htm>>. Acesso em 21 Jan. 2008.

ROSS, Stephen A; WESTERFIELD, Randolph W; JAFFE, Jeffrey F. Administração Financeira. São Paulo. Atlas. 2007.

SANTOS, José Luiz dos; SCHMIDT, Paulo; FERNANDES Luciane Alves; MACHADO Nilson Perinazzo. Teoria da Contabilidade Introdutória, Intermediária e Avançada.. 2ª edição. São Paulo: Atlas, 2007.

SCHROEDER, Richard G.; CLARK, Myrtle W.; CATHEY, Jack M. *Financial Accouting Theory And Analysis*. Hardcover: Wiley, 2004.

SILVA, Antonio Carlos Ribeiro da. Metodologia da Pesquisa Aplicada à Contabilidade. São Paulo: Atlas, 2006.