

## **OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES DE COMPANHIA ABERTA (OPA): INVESTIGAÇÃO DOS LAUDOS DE AVALIAÇÃO**

**Autoria:** Antonio Carlos dos Santos, Edmilson Soares Campos, Eliane da Silva Felipe,  
Vera Marleide Loureiro dos Anjos

### **RESUMO**

O presente estudo tem por objetivo mensurar o grau de exequibilidade das exigências da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no que diz respeito aos quesitos obrigatórios que devem constar nos laudos de avaliação das companhias objetos de Ofertas Públicas de Aquisição de Ações de Companhias Abertas (OPA), tomando-se por base as operações realizadas no período de 2003 a 2007. Para tanto, à luz do que prescreve a teoria contábil-financeira, definiu-se como necessária a análise e a evidenciação das características e dos deveres exigidos dos avaliadores, do nível de atendimento aos critérios de avaliação mínimos, exigidos para a definição do preço justo das companhias, objeto de OPA e das justificativas, apresentadas para a possível não utilização de determinados critérios de avaliação exigidos pela CVM. Dividiu-se os dados coletados em dois grupos. O primeiro trata das informações relacionadas aos avaliadores e o segundo, sobre os critérios de avaliação. Os resultados obtidos a partir da amostra permitem inferir que, para ambos os aspectos, as exigências da CVM não foram plenamente factíveis. No primeiro caso, o grau de exequibilidade foi bem maior que no segundo, o que pode ser explicado pelo fato dos critérios de avaliação estarem fundamentados em teorias científicas que não se alicerçam em normas legais.

### **1 INTRODUÇÃO**

O valor das empresas tem sido um assunto recorrente nos noticiários de negócios e “num contexto de crescente competitividade em que, freqüentemente, ocorrem fusões, aquisições e privatizações; nenhuma área contábil-financeira tem sido tão palpitante quanto a avaliação de empresas” (MARTINS, 2001, p. 263).

Entretanto, a definição do valor de uma empresa não é uma tarefa fácil, haja vista que, na formulação do modelo de cálculo, exige-se coerência e rigor conceitual por parte do avaliador, pois, independentemente da abordagem utilizada, sempre estarão presentes pressupostos e níveis variados de subjetividade. Ou seja, a avaliação de um empreendimento não se processa segundo os fundamentos de uma ciência exata, os quais podem permitir a comprovação absoluta dos resultados apurados; pelo contrário, os parâmetros utilizados são aproximações da realidade e trazem consigo certa margem de arbítrio (ASSAF NETO, 2006).

Assim, dentro dessa perspectiva, na qual o grande interesse atualmente existente pelo tema é permeado pela dificuldade de se alcançar resultados precisos e inquestionáveis, é que se desenvolve o presente estudo, cujo foco são os laudos de avaliação das empresas, objeto de ofertas públicas de aquisições de ações de companhias abertas (OPA), publicados no período de 2003 a 2007, os quais, pelo menos sob a ótica legalista, são guiados pela Instrução nº 361, de 05 de março de 2002, que foi complementada e alterada pela Instrução nº 436, de 05 de julho de 2006, ambas emitidas pela Comissão de Valores Mobiliários do Brasil (CVM).

A Instrução CVM nº 361/2002 traz um capítulo totalmente dedicado às questões relacionadas à avaliação da companhia aberta, emissora das ações visadas na OPA, determinando, em seu Art. 8º, que “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”.

Sob o ponto de vista da CVM, os laudos de avaliação das empresas objetos de OPA devem conter uma série de atributos os quais podem ser enquadrados de forma geral em dois grandes grupos: o primeiro, trata das características e das obrigações dos avaliadores; o segundo, atém-se aos critérios de avaliação que devem ser adotados para a definição do preço justo da companhia avaliada.

Especificamente sobre os critérios de avaliação das empresas objetos de OPA, a CVM determina que os laudos de avaliação devem conter, no mínimo e cumulativamente, o preço médio ponderado de cotação das ações nos últimos doze meses, o valor patrimonial contábil, o valor econômico calculado pelo fluxo de caixa descontado ou por múltiplos e, se for o caso, o valor da companhia segundo qualquer outro critério adotado pelo ofertante para definição do preço justo.

No entanto, a determinação para se utilizar determinadas metodologias de avaliação, inclusive de forma cumulativa sem levar em consideração as especificidades inerentes a cada tipo de empresa, bem como as características do mercado no qual elas atuam, parece, pelo menos à primeira vista, desconsiderar alguns pressupostos, consagrados pela teoria contábil-financeira que podem influenciar no valor de um empreendimento. Dessa forma, a imposição de determinados métodos de avaliação sem atentar para todas as variáveis, envolvidas no processo, pode não ser compatível com a situação vivenciada pela empresa num determinado momento.

Logo, esta pesquisa pressupõe um cenário delineado por uma legislação que regula, de forma criteriosa, as transações envolvendo as operações de OPA e, mais especificamente, define os requisitos para a elaboração e apresentação dos laudos de avaliação, inclusive determinando os tipos de metodologias que devem ser empregadas para a apuração do preço justo da companhia, no entanto, parece não atentar de forma objetiva, salvo melhor juízo, para as características intrínsecas de cada tipo de empresa, bem como para as particularidades dos seus respectivos mercados de atuação. Assim sendo, é nesse panorama, cujo objeto central é particularizado pelos atributos mínimos, exigidos pela CVM para a elaboração dos laudos de avaliação das companhias objeto de OPA, que surge o seguinte questionamento: quão factíveis são as exigências da CVM, principalmente diante dos fundamentos metodológicos de avaliação de empresas consagrados pela teoria contábil-financeira?

Em função disso, o presente estudo tem como objetivo geral mensurar o grau de exequibilidade das exigências da CVM, no que diz respeito especificamente aos quesitos obrigatórios que devem constar nos laudos de avaliação, tomando-se por base as operações de OPA, realizadas no período de 2003 a 2007. Para tanto, apresentam-se como necessárias as seguintes ações:

- examinar se constam de todos os laudos de avaliação as características e os deveres exigidos dos avaliadores;
- evidenciar o nível de atendimento aos critérios de avaliação mínimos exigidos para a definição do preço justo das companhias objeto de OPA;
- analisar, à luz do que prescreve a teoria contábil-financeira, as justificativas apresentadas para a possível não utilização de determinados critérios de avaliação exigidos pela CVM.

O produto desta pesquisa tem como principal propósito fornecer informações consolidadas que permitam refletir sobre a utilidade de se tentar impor, via legislação, assuntos tipicamente relacionados com os fundamentos das ciências contábeis e de finanças. Busca-se, também, oferecer um *feedback* ao mercado, à comunidade acadêmica, e, principalmente, à entidade normatizadora com o intuito de fazer uma reflexão sobre os aspectos científicos, inerentes aos métodos de avaliação de empresas, e suas relações com as necessidades regulatórias.

Assim sendo, na busca desses intentos, o presente artigo encontra-se estruturado da seguinte forma: uma introdução contendo o tema e a sua respectiva problematização contextualizada, o objeto e os objetivos da pesquisa, bem como sua relevância; um tópico dedicado ao referencial teórico que começa tratando das características gerais OPA no Brasil; em seguida, detalha os aspectos atinentes aos laudos de avaliação e, logo depois, são abordados, de forma concisa, os atributos teóricos daquelas metodologias de avaliação de

empresas mais usualmente utilizadas; na seqüência, são apresentadas as delimitações metodológicas com a subseqüente descrição e análise dos resultados encontrados, e, por fim, são apresentadas as considerações finais e as referências.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 Ofertas públicas de aquisição de ações de companhias abertas (OPA)**

Para os efeitos da Instrução CVM nº 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”. Ainda segundo essa norma, as OPA podem ser classificadas em uma das seguintes modalidades:

- para cancelamento de registro – trata-se de OPA obrigatória, formulada com a finalidade de adquirir, por preço justo, a totalidade das ações em circulação no mercado;

- para aumento de participação – obrigatoriamente realizada nos casos de aumento de participação, direta ou indireta, do acionista controlador no capital social de companhia aberta;

- para 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 – realizada com a finalidade de adquirir ações de companhia aberta, cuja operação não seja objeto das OPA obrigatórias citadas nos itens anteriores;

- para aquisição de controle de companhia aberta – é a OPA voluntária, abrangida pelo art. 257 da Lei nº 6.404/76, que somente pode ser realizada se houver a participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante; e

- concorrente - é a OPA 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.

Qualquer que seja a modalidade da OPA, ela sempre será intermediada por sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituições financeiras com carteira de investimento, as quais devem ser contratadas pelo ofertante, conforme dispõe o Art. 7º da Instrução CVM nº 361/2002.

### **2.2 Do laudo de avaliação**

A importância dispensada pela CVM aos aspectos relacionados à avaliação das entidades, sujeitas às operações de OPA, pode ser verificada por intermédio do destaque que é dado a essa temática na legislação vigente. Haja vista que aquele Órgão Regulador, além de dedicar todo um capítulo tratando desse assunto na Instrução 361/2002, em 05 de julho de 2006, expediu a Instrução nº 436 que alterou a norma de 2002 e acrescentou o Anexo III que dispõe, exclusivamente e de forma detalhada, sobre as informações que devem estar contidas nos laudos de avaliação.

No que diz respeito, especificamente, ao laudo de avaliação de que trata o art. 8º da Instrução CVM nº 361/2002, este deve ser elaborado quando se tratar de OPA formulada pela própria companhia objeto, pelo seu acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada. Sua elaboração pode ser procedida pela instituição intermediária, por sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários, por instituição financeira com carteira de investimento ou por empresa do ramo, desde que, qualquer uma delas que possua área especializada, esteja devidamente equipada e comprove ter experiência em avaliação de companhias abertas.

O § 3º dessa mesma Instrução determina, ainda, que o laudo de avaliação deve indicar os critérios de avaliação, os elementos de comparação adotados e o responsável pela sua elaboração, devendo conter, também, no mínimo e cumulativamente, o que se segue:

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**: [...];

VI – **as planilhas de cálculo** e projeções utilizadas na avaliação por valor econômico, com destaque para as principais premissas utilizadas e justificativa para cada uma delas (grifo nosso).

A declaração do avaliador de que trata o inciso V supracitado deve conter, no que lhe for aplicável, o seguinte:

- a quantidade de ações emitidas pela companhia, objeto da OPA que ele próprio, o seu controlador e pessoas a si vinculadas sejam titulares, bem como aquelas que estejam sob sua administração discricionária;

- o critério de avaliação, dentre os que forem incluídos no laudo de avaliação, que em sua opinião seja o mais adequado para a definição do preço justo da companhia;

- a afirmação de que não tem conflito de interesses que possa diminuir a independência indispensável ao exercício de suas atribuições; e

- o custo do laudo de avaliação por ele elaborado.

### 2.3 Critérios de avaliação de empresas

O objetivo principal de se avaliar uma empresa está em alcançar o seu valor justo de mercado, ou seja, aquele que represente, de modo equilibrado, a sua potencialidade econômica. No entanto, a definição do preço de um negócio depende da interação entre as expectativas dos compradores e as expectativas dos vendedores, bem como do sujeito que o avalia e do próprio objeto avaliado. Assim sendo, não é possível estabelecer um valor preciso para um negócio. Pelo contrário, o valor é determinado para um propósito específico, considerando as perspectivas dos interessados e os fatores subjetivos inerentes ao próprio processo de avaliação (MARTINS, 2001).

Segundo, ainda, Martins (2001), existem disponíveis diversos modelos ou métodos que podem ser utilizados para avaliar um empreendimento. A escolha do modelo mais adequado deve levar em consideração os propósitos da avaliação e as características pertencentes ao negócio. Esses modelos podem ser classificados em categorias mais amplas, conforme a seguir discriminados:

- técnicas embasadas em ativos e passivos contábeis ajustados – utilizadas para se alcançar o valor econômico da empresa tomando-se por base os elementos, evidenciados nas demonstrações contábeis convertidos para o valor de mercado;

- técnicas comparativas de mercado – empregadas para apurar o valor do empreendimento por intermédio da confrontação comparativa entre valores de empresas similares transacionadas no mercado; e

- técnicas embasadas no desconto de fluxos futuros de benefícios (geralmente, caixa) – destinadas a aferir o valor da entidade partindo-se da premissa que este tem como fundamento a sua potencialidade de geração de riqueza.

Dessa forma, não há carência de técnicas para se avaliar um empreendimento. Pelo contrário, o que falta é uma fórmula apropriada e definitiva que permita aos interessados obter

um resultado científico, exato, objetivo e perfeito. Dentro deste contexto, apesar de suas limitações, os métodos de avaliação oferecem, na essência, contribuições importantes aos usuários, empenhados em identificar o valor de um investimento (FERREIRA, 2004).

### 2.3.1 Avaliação patrimonial contábil

Para Martins (2001), a avaliação de uma empresa é comumente iniciada pelas demonstrações contábeis, tomando-se por base, para a valoração do empreendimento, a soma algébrica dos ativos e passivos exigíveis, calculados de acordo com o que prescrevem os princípios contábeis tradicionais e a seguinte identidade contábil fundamental:

$$\begin{array}{rcccl} \text{Valor} & & & & \text{Passivos} \\ \text{da} & = & \text{Ativos} & - & \text{exigíveis} & = & \text{Patrimônio} \\ \text{empresa} & & \text{contábeis} & & \text{contábeis} & & \text{líquido} \end{array}$$

Paiva (2001) corrobora ressaltando 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 históricos, ou seja, 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.

Assim, além da influência dos princípios contábeis tradicionais e da legislação tributária, outros aspectos dificultam a utilização das informações contidas nos demonstrativos contábeis para a obtenção de uma razoável aproximação do valor econômico de um empreendimento; destaca-se dentre as quais a existência de várias operações relevantes que, normalmente, não são registradas e que são tratadas *off-balance sheet* como por exemplo: os arrendamentos mercantis, as posições em derivativos, as garantias, o *goodwill*, etc (MARTINS, 2001).

No entanto, apesar das limitações inerentes a essa abordagem, a posição contábil de uma empresa é uma informação útil como ponto de partida para a análise econômico-financeira em um processo de avaliação de empresas. Seu emprego, como método de avaliação, propriamente dito, deve ficar circunscrito àquelas “empresas cujos ativos mensurados pelos princípios contábeis não divergem muito de seus valores de mercado e não possuem um *goodwill* significativo” (MARTINS, 2001; PAIVA, 2001).

### 2.3.2 Avaliação patrimonial pelo mercado

Para Martins (2001, p. 269), “o modelo de avaliação patrimonial pelo mercado consiste na mensuração do conjunto de ativos e passivos exigíveis com base no valor de mercado de seus itens específicos”. Assim, a natureza e a intenção de uso de cada item do patrimônio podem servir de parâmetros para o estabelecimento do tipo de valor, se de entrada ou de saída, que melhor lhe representa. Alguns critérios de mensuração utilizados, quando se aplica este método de avaliação estão exemplificados no quadro 1 a seguir:

Quadro 1: Exemplos de critérios utilizados para a avaliação patrimonial pelo mercado

Item patrimonial	Critério de avaliação proposto
Estoque de matérias-primas	Custo de reposição
Estoque de produtos acabados	Valor líquido de realização
Contas a receber	Valor presente do recebimento futuro
Passivo exigível	Ajustado a seu valor de mercado, de acordo com as condições de crédito e taxas de juros acordadas

Fonte: Martins (2001, p. 269).

De acordo com esta metodologia, é possível se chegar a uma melhor estimativa do valor de mercado de uma empresa, ajustando-se, individualmente, os valores contábeis dos seus elementos patrimoniais. Em termos de equação, Martins (2001) sumariza este modelo de avaliação da seguinte forma:

$$\text{Valor da empresa} = \frac{\text{Ativos Ajustados}}{\text{a valor de mercado}} - \frac{\text{Passivos exigíveis ajustados}}{\text{a valor de mercado}}$$

Apesar de válida para determinadas situações específicas, como nos casos de liquidação judicial de empresas sem fluxo de caixa positivo e de venda de ativos não operacionais, esta metodologia desconsidera os benefícios líquidos futuros que a sinergia do conjunto de ativos e passivos é capaz de gerar, não alcançando aqueles ativos que não possuem valor de mercado, no entanto, são relevantes para a agregação de valor à empresa avaliada (MARTINS, 2001; PASIN, 2004; SILVA 2005).

### 2.3.3 Avaliação por múltiplos

O método de avaliação relativa, mais comumente conhecido como avaliação por múltiplos, é o mais simples de todos. A facilidade de sua utilização está no fato de que para avaliar uma empresa basta aplicar um, ou alguns números-índices, os quais são calculados levando-se em consideração dois elementos: o valor de uma empresa semelhante e um valor de referência dessa mesma empresa, tal qual vendas, lucro líquido, EBITDA, patrimônio líquido, ativos etc (MARTELANC, PASIN e CAVALCANTE, 2005).

Dentre as diversas abordagens possíveis, os múltiplos, de forma geral, são classificados como de mercado e de transações comparáveis. No que diz respeito ao primeiro, Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005) informam que “os múltiplos de capitalização de mercado, ou simplesmente múltiplos de mercado, levam em consideração o valor das empresas nas bolsas de valores. O mais famoso deles é o preço/lucro líquido (P/L), amplamente utilizado na análise de desempenho das ações”.

Assaf Neto (2006) esclarece, ainda, que a metodologia de múltiplos de mercado permite determinar o valor de uma empresa, comparando o seu comportamento com o de outras empresas, cotadas em bolsa de valores, e serve para fornecer uma indicação de quanto o mercado estaria disposto a pagar pela empresa, objeto da avaliação. No entanto, no caso brasileiro, a fragilidade de seu mercado e sua extrema volatilidade, aliada à baixa qualidade das informações disponíveis, restringe a aplicação generalizada desse método.

No tocante à segunda abordagem, a do método de múltiplos de transações comparáveis, os números-índices são calculados, levando-se em consideração valores extraídos de empresas envolvidas em transações semelhantes às da empresa que se quer avaliar. Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005) acrescentam, ainda, que a formação desses tipos de múltiplos depende, basicamente, da obtenção de informações relacionadas com o valor pago pelos empreendimentos, com os valores das dívidas assumidas e com os dados das demonstrações financeiras.

Uma das dificuldades práticas para a aplicação desse segundo tipo múltiplos está na diferença temporal da ocorrência das transações, pois transações efetuadas em momentos diferentes implicam diferentes avaliações. Somam-se a isso, as características do mercado em que atua cada empresa, haja vista que ambientes diferentes vão redundar em diferentes potenciais de riqueza futuros (ASSAF NETO, 2006).

### 2.3.4 Avaliação por fluxo de caixa descontado

Dentre os métodos utilizados na avaliação econômica de investimentos, a abordagem do fluxo de caixa descontado é a que representa o maior rigor técnico e conceitual, pois está voltada para a apuração da riqueza absoluta do empreendimento, que se obtém calculando-se o valor presente dos fluxos de benefícios econômicos líquidos de caixa esperados no futuro (ASSAF NETO, 2006).

Esta metodologia tem como base a idéia de que o valor de um empreendimento está diretamente relacionado aos montantes e às épocas em que os seus fluxos operacionais estarão disponíveis para distribuição, pois o valor de um negócio é mensurado pelo volume de recursos financeiros que ele é capaz de gerar no futuro, o qual deve ser trazido a valor

presente para que possa refletir o tempo e o risco que estão associados ao empreendimento (MARTELANC, PASIN e CAVALCANTE, 2005).

Damodaran (2005, p. 12, grifo do autor) simplifica, enunciando que “esta abordagem tem sua fundamentação na regra de **valor presente**, onde o valor de qualquer ativo é o valor presente dos fluxos de caixa futuros dele esperados” e, algebricamente é representada pela seguinte equação genérica:

$$Valor = \frac{FC_1}{(1+r)} + \frac{FC_2}{(1+r)^2} + \frac{FC_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{FC_n}{(1+r)^n} \quad \text{ou} \quad Valor = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FC_t}{(1+r)^t}$$

Onde:  $n$  = vida útil do ativo;  $FC$  = fluxo de caixa; e

$r$  = taxa de desconto refletindo o risco inerente aos  $FC$  estimados.

Existem duas maneiras de avaliar um empreendimento pelo método do fluxo de caixa descontado. 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, 2005).

Segundo, ainda, Damodaran (2005), na avaliação pelo enfoque do capital próprio, o valor do patrimônio líquido é obtido descontando-se os fluxos de caixa futuros esperados para os acionistas, após a dedução de todas as despesas, bônus fiscais, pagamentos de juros e principal, utilizando-se, para tanto, de uma taxa que represente o retorno exigido pelos investidores sobre o capital próprio. Já no caso de avaliação do empreendimento como um todo, os fluxos de caixa esperados, deduzidos de todas as despesas operacionais e impostos, mas antes do pagamento das dívidas, são descontados pelo custo médio ponderado do capital, que é o custo das diversas fontes de financiamento utilizadas pela empresa, com pesos em conformidade com suas proporções de valor de mercado. Essas duas formas de avaliação podem ser mais bem visualizadas por intermédio de suas equações genéricas a seguir representadas:

$$V_{PL} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCA_t}{(1+r_{cpl})^t} \quad \text{e} \quad V_E = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCE_t}{(1+WACC)^t} \quad \text{onde}$$

$V_{PL}$  = Valor do Patrimônio Líquido;

$FCA_t$  = Fluxo de Caixa do Acionista esperado no período  $t$ ;

$r_{cpl}$  = Custo do Patrimônio Líquido;  $V_E$  = Valor da Empresa;

$FCE_t$  = Fluxo de Caixa da Empresa esperado no período  $t$ ; e

$WACC$  = Custo Médio Ponderado do Capital [do inglês: *Weighted Average Cost of Capital*].

Embora as duas abordagens descontem fluxos de caixa esperados diferentes, com taxas de descontos também diferentes, ambas podem produzir estimas consistentes de valor, desde que sejam utilizados os pressupostos corretos e adequado a cada uma delas. Assim, deve-se ter um cuidado especial quando da elaboração das estimativas dos fluxos de caixa, pois a taxa de desconto deve ser compatível com o seu respectivo fluxo de caixa, ou seja, o fluxo de caixa do acionista deve ser descontado pelo custo do patrimônio líquido e o fluxo de caixa da empresa deve ser descontado pelo custo médio ponderado do capital, pois, caso haja inversão na utilização das taxas de desconto, a empresa será super ou subavaliada (DAMODARAN, 2005; SCHMIDT e SANTOS, 2005).

Apesar das vantagens apresentadas em relação a outras metodologias de avaliação, o fluxo de caixa descontado é um método extremamente complexo e exige certa subjetividade no cálculo das estimativas e projeções necessárias à apuração do valor justo da empresa. Assim sendo, nem sempre é possível avaliar um empreendimento utilizando integralmente esta metodologia.

### 3 METODOLOGIA

Tomando-se como base as tipologias metodológicas de pesquisa proposta por Beuren (2004), o presente estudo pode ser classificado da seguinte forma: quanto aos objetivos, caracteriza-se como descritivo, visto que está restrito à análise de dados pré-existentes sem que haja qualquer interferência por parte dos pesquisadores; quanto aos procedimentos pode ser enquadrado como bibliográfico e documental, haja vista que, além de materiais elaborados previamente por outros autores, foram utilizados outros que ainda não receberam um tratamento analítico específico, como é o caso dos laudos de avaliação das empresas objeto de OPA; quanto à abordagem do problema como quali-quantitativo, pois apesar de não haver o emprego de um instrumento estatístico como base do processo de análise do problema, há o emprego de quantificação e de percentuais na análise dos resultados auferidos.

Em consonância com os objetivos estabelecidos para o desenvolvimento deste estudo, foi adotada uma abordagem empírica para a análise dos aspectos atinentes aos laudos de avaliação das empresas objeto de OPA, segundo o que prescreve a Instrução CVM nº 361/2002. Nesse sentido, tomou-se como base de pesquisa os laudos e, quando necessário, os editais de 90 OPA registradas naquela Comissão, no período de 2003 a 2007, e que se encontram disponíveis em seu sítio na Rede Mundial de Computadores (Internet).

Cabe observar, no entanto, que nesse período foram registradas 91 OPA na CVM. Mas, não foi possível acessar, no sítio daquele órgão na Internet, o arquivo contendo o laudo de avaliação da empresa LIGHT SA, o qual consta como registrado no ano de 2007. Assim sendo, para efeito de análise, foram consideradas somente as 90 OPA acessadas. Desse total, conforme pode ser visualizado na Tabela 1 seguinte, doze foram tratadas de forma diferenciada, em função da CVM ter considerado tratar-se de situações excepcionais, à luz do que prescreve o art. 34 da sua Instrução nº 361/2002 e, como consequência dessa situação, houve a dispensa da apresentação total ou parcial de alguns requisitos, exigidos daquelas OPA enquadradas como de procedimento normal.

Tabela 1: Quantidade (Qtd) de OPA analisadas.

Ano	Procedimento normal		Procedimento diferenciado		Total	
	Qtd	%	Qtd	%	Qtd	%
	2003	18	78%	5	22%	23
2004	17	94%	1	6%	18	20%
2005	16	94%	1	6%	17	19%
2006	17	85%	3	15%	20	22%
2007	10	83%	2	17%	12	13%
Soma	78	87%	12	13%	90	100%

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

A fim de facilitar a análise, os atributos dos laudos de avaliação foram divididos em dois grandes grupos. No primeiro, estão concentradas as informações relacionadas com as características e com as obrigações dos avaliadores, enquanto que no segundo, estão reunidos os dados relativos aos critérios de avaliação que devem ser adotados para a definição do preço justo da companhia avaliada.

No tocante aos avaliadores, as suas características foram definidas, levando-se em consideração o tipo de sociedade responsável pela elaboração do laudo; como sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários, como instituição financeira com carteira de investimento ou como empresa especializada. Já sobre as obrigações propriamente ditas, coube destacar a necessidade de comprovar experiência, de indicar o critério de avaliação mais adequado à apuração do preço justo, de declarar a inexistência de conflitos de interesse e de manifestar sua independência para realizar a avaliação.

No que concerne especificamente aos critérios de avaliação, eles foram classificados, a exemplo do que a própria legislação requer, entre obrigatórios e facultativos. Os obrigatórios



devem conter, no mínimo e cumulativamente, o preço médio ponderado de cotação das ações, o valor patrimonial contábil e o valor econômico da companhia, calculado pela regra do fluxo de caixa descontado ou por múltiplos.

Sobre as características da amostra utilizada, especialmente sobre as modalidades de OPA, é oportuno ressaltar que 06 foram realizadas com dupla finalidade, sendo 04 destinadas à alienação de controle e cancelamento de registro e 02 destinadas a aumento de participação bem como o cancelamento de registro. Dessa firma, em função dessa dupla contagem, na Tabela 2 a seguir estão computados 96 registros ao invés dos 90 considerados inicialmente.

Ainda, na Tabela 2, pode-se verificar que a grande maioria das OPA foi para cancelamento de registro com 59% das operações, sendo seguida pela modalidade de alienação de controle, com 27%. As menos significativas foram as de aumento de participação, as voluntárias e as concorrentes com somente 10%, 2% e 1% respectivamente. Novamente, sobre as de cancelamento de registro, nota-se que a sua quantidade foi decrescendo ao longo dos anos.

Tabela 2: Características da Amostra.

Ano	Modalidades das OPA										Total	
	Alienação de Controle		Aumento de Participação		Cancelamento de Registro		Concorrente		Voluntária			
	Qtd	%	Qtd	%	Qtd	%	Qtd	%	Qtd	%	Qtd	%
2003	5	21%	1	4%	15	63%	1	4%	2	8%	24	25%
2004	3	15%	4	20%	13	65%	0	0%	0	0%	20	21%
2005	3	17%	2	11%	13	72%	0	0%	0	0%	18	19%
2006	9	45%	2	10%	9	45%	0	0%	0	0%	20	21%
2007	6	43%	1	7%	7	50%	0	0%	0	0%	14	15%
Soma	26	27%	10	10%	57	59%	1	1%	2	2%	96	100%

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

## 4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

### 4.1 Características e deveres dos avaliadores

Das 90 OPA registradas no período, 81 continham, expressamente, em seu laudo de avaliação ou em seu respectivo edital, o tipo de sociedade responsável pela elaboração do laudo de avaliação, conforme prescreve o § 1º, do Art. 8º, da Instrução CVM nº 361/2002. A não identificação dos responsáveis das 09 OPA restantes deve-se aos seguintes motivos: não foi possível acessar 01 dos editais e a informação também não estava disponível em seu respectivo laudo de avaliação; 05 empresas receberam da CVM tratamentos diferenciados, sendo dispensadas de contratar intermediária e 03 laudos não continham expressamente o tipo de avaliadora contratada. No entanto, analisando apenas aqueles instrumentos de OPA nos quais se encontra claramente expresso o tipo de avaliadora contratada, verifica-se que existe um certo equilíbrio entre elas, pois conforme demonstra o Gráfico 1 a seguir: 42% dos ofertantes preferiram contratar sociedades corretoras ou distribuidoras de títulos e valores mobiliários, enquanto que 48% optaram por contratar uma instituição financeira com carteira de investimento.

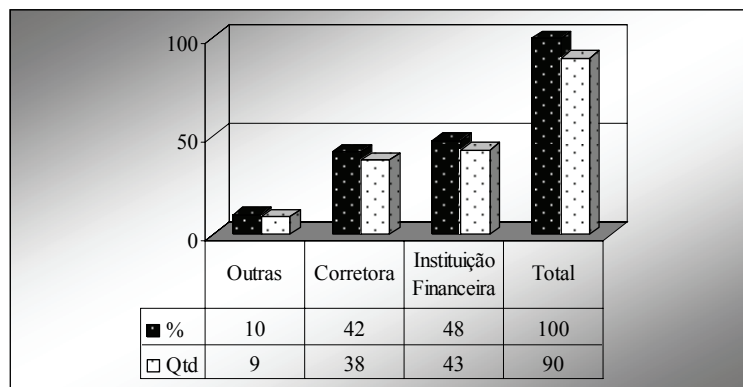


Gráfico 1: Tipos de intermediárias das OPA analisadas.

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

Os dados expostos na Tabela 3 a seguir servem de subsídio para averiguar se as determinações legalmente exigidas pela Instrução CMV nº 361/2002; no tocante; especificamente, às obrigações do avaliador, foram fielmente cumpridas nas operações de OPA realizadas no período de 2003 a 2007. Para tanto, foram levadas em consideração as informações constantes de 79 laudos de avaliação, haja vista que das 90 OPA realizadas no período delimitado para pesquisa, 12 foram objeto de tratamento diferenciado. No entanto, dessas, 11 foram dispensadas pela CVM de apresentar os respectivos laudos de avaliação, em virtude de terem sido enquadradas como situações excepcionais, previstas no Art. 34 da já citada Instrução.

Tabela 3: Comparação das obrigações legais do avaliador em relação à quantidade (Qtd) de laudos analisados.

Ano	2003		2004		2005		2006		2007		Total	
	Qtd	%	Qtd	%	Qtd	%	Qtd	%	Qtd	%	Qtd	%
<b>Quantidade de laudos analisados</b>	<b>19</b>	<b>24%</b>	<b>17</b>	<b>22%</b>	<b>16</b>	<b>20%</b>	<b>17</b>	<b>22%</b>	<b>10</b>	<b>13%</b>	<b>79</b>	<b>100%</b>
Declarou possuir ações da companhia avaliada	0	0%	0	0%	1	6%	1	6%	2	20%	4	5%
Declarou não possuir ações da companhia avaliada	19	100%	17	100%	15	94%	16	94%	8	80%	75	95%
Expressou não ter conflitos de interesses que pudessem diminuir a independência de sua análise	19	100%	17	100%	16	100%	16	94%	10	100%	78	99%
Declarou possuir experiência em avaliação de companhias abertas	16	84%	16	94%	15	94%	17	100%	10	100%	74	94%
Indicou o custo do laudo de avaliação	18	95%	15	88%	15	94%	16	94%	10	100%	74	94%
Indicou o critério de avaliação mais adequado para a definição do preço justo da companhia	19	100%	17	100%	16	100%	16	94%	10	100%	78	99%

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

Os três primeiros requisitos constantes da tabela anterior estão intrinsecamente relacionados com o grau de independência do avaliador, nesse sentido, foi constatado que, apesar de 5% possuírem ações da companhia avaliada, todos eles declaram que essa condição não reduziu a autonomia necessária ao desempenho de suas funções e, ainda, 99% declarou não ter qualquer conflito de interesse com a companhia objeto da OPA. No entanto, tendo em vista que a amostra selecionada exclui as exceções amparadas pelo art. 34 da Instrução CVM

361/2002, 100% deveriam ter feito essa declaração conforme legalmente determinado na letra c), do inciso V, do § 3º, do art. 8º, dessa mesma legislação.

Sobre a comprovação de possuidor de experiência em avaliação de companhias abertas, apesar de, no geral, 94% das instituições responsáveis pela elaboração do laudo de avaliação terem cumprido com essa determinação, três laudos em 2003, um laudo em 2004 e um em 2005, deixaram de trazer tal informação, descumprindo o que prescreve os § 2º e 3º do Art. 8º da norma anteriormente citada.

No tocante aos dois últimos requisitos constantes da Tabela 3, observa-se que 6% dos laudos de avaliação deixaram de trazer expressamente o seu custo, bem como uma avaliadora deixou de indicar o critério de avaliação mais adequado para a definição do preço justo da companhia avaliada. Nesse caso, sendo um pouco preciosista, apesar dos altos índices alcançados, observa-se que não foram cumpridas, de forma unânime por todos os avaliadores, as exigências constantes das letras b) e d), do inciso V, do § 3º, do Art. 8º, também da Instrução CVM nº 361/2002.

Assim sendo, no que diz respeito às obrigações legais do avaliador, ficou evidente que a maioria absoluta vem cumprindo com as determinações da CVM, uma vez que o índice de obediência à legislação cresceu ao longo do período analisado, chegando a 100% no ano de 2007. Entretanto, nunca é demais lembrar que a legislação, salvo melhor juízo, não é feita para ser cumprida parcialmente, a não ser nos casos excepcionais por ela mesma tratados. Dessa forma, mesmo em número extremamente reduzido, a verdade é que algumas avaliadoras não cumpriram integralmente a legislação em vigor.

Tratando, especificamente, sobre a escolha do critério de avaliação mais adequado para a definição do preço justo da companhia, verifica-se que a preferência dos avaliadores recai, cada vez mais, no método do fluxo de caixa descontado, conforme pode ser constatado na Tabela 4 a seguinte. A predileção por esse método fica mais clara no ano de 2007, no qual todos os avaliadores declaram ser o fluxo de caixa descontado o método mais adequado para a apuração do preço justo das companhias avaliadas.

Tabela 4: Critérios de avaliação, declarados pelos avaliadores, como sendo os mais adequados para a definição do preço justo.

Critérios de avaliação	Quantidade (Qtd) Anual					Total	
	2003	2004	2005	2006	2007	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	14	10	58	74%
Soma	19	17	16	16	10	78	100%
%	24%	22%	21%	21%	13%	100%	

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

A preferência por essa abordagem, apesar de sua complexidade, é perfeitamente compreensível, pois o seu rigor técnico e conceitual a consagrou pela teoria de finanças como sendo a metodologia que pode melhor representar o valor econômico de uma companhia (ASSAF NETO, 2006). Contudo, vale salientar que, embora o fluxo de caixa descontado ter predominado como critério mais adequado para a definição do preço justo dos empreendimentos objetos de OPA, no período de 2003 a 2007, outras metodologias, também, em menor escala, foram escolhidas com essa mesma finalidade. Tal situação denota que, por mais adequado que seja esse método, ele também possui limitações e, independentemente do grau de sofisticação desse ou daquele critério de avaliação, ainda existe espaço para a utilização de qualquer um deles.

#### 4.2 Critérios de avaliação para a definição do preço justo

A definição do valor de um empreendimento não é tarefa fácil e possui um certo grau de subjetividade, no entanto a teoria fundamenta uma série de procedimentos que podem ser utilizados na determinação do preço justo. Nesse contexto, o § 3º, do art. 8º, da Instrução CVM nº 361/2002, determina que o laudo de avaliação contemple, dentre outras coisas, os critérios de avaliação adotados no mínimo e cumulativamente, a seguir:

- o preço médio ponderado de cotação das ações da companhia objeto;
- o valor do patrimônio líquido por ação, aqui tratado, genericamente, de valor patrimonial contábil da companhia;
- o valor econômico da companhia calculado pela regra do fluxo de caixa ou por múltiplos; e
- o valor da companhia calculado por outro critério que vise à definição do seu preço justo, caso os já citados não a satisfaça.

De forma sintética, o Quadro 1 apresenta, a seguir, os critérios de avaliação constantes dos laudos das OPA analisadas, bem como, a quantidade e o percentual de empresas avaliadoras que conseguiram ou não, atender plenamente às determinações existentes na Instrução CVM/2002 e que trata do assunto ora discutido.

Critérios mínimos e cumulativos exigidos pela CVM				Critérios alternativos (b)	Qtd de laudos analisados	Grau de atendimento à determinação legal	
Preço médio ponderado das ações	Valor patrimonial contábil	Fluxo de caixa descontado	Múltiplos (a)			Situação	%
				X	1	Não atendimento	1,27%
		X			4	Atendimento parcial	35,44%
	X				1		
X					1		
		X	X		2		
	X			X	1		
	X	X			11		
X		X			1		
		X	X	X	1		
X		X	X		3		
X	X			X	3		
X	X		X		4	Atendimento integral	63,29%
X	X	X			24		
X	X	X	X		18		
X	X	X		X	2		
X	X	X	X	X	2		
<b>58</b>	<b>66</b>	<b>68</b>	<b>30</b>	<b>10</b>	<b>79</b>	<b>Total</b>	<b>100%</b>
<b>73%</b>	<b>84%</b>	<b>86%</b>	<b>38%</b>	<b>13%</b>	<b>100%</b>	<b>%</b>	<b>%</b>

Quadro 1: critérios de avaliação constantes dos laudos das OPA analisadas

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

Notas: (a) O critério dos múltiplos pode ser utilizado como substituto do fluxo de caixa.

(b) São os critérios de transação recente, valor de mercado das ações e valor patrimonial de mercado.

No que tange aos critérios de avaliação minimamente exigidos, pode-se observar, no Quadro anterior, que a maioria, 63,29% das empresas avaliadoras cumpriram integralmente o que prescreve a norma da CVM. No entanto, 35,44% deixaram de cumprir parcialmente a norma e 1,27% descumpriram totalmente. Assim, apesar de ser a minoria, o percentual de 36,71% de não cumprimento da legislação, mesmo que parcialmente, parece ser extremamente significativo, haja vista que as OPA, cujos laudos foram analisados e serviram de referência para a elaboração do Quadro 1, não estavam enquadradas em situações

excepcionais que merecessem procedimento diferenciado, conforme prevê o art 34 da Instrução 361/2002, emitida por aquele Órgão.

As justificativas apresentadas pelos avaliadores para a não utilização, mesmo que parcialmente, dos critérios de avaliação exigidos pela CVM são as seguintes:

- preço médio ponderado de cotação das ações – não listagem das ações da companhia em bolsa de valores, existência de métodos mais eficazes para a apuração do preço justo da companhia, baixa liquidez das ações, não possuir registro para negociação de ações em bolsa ou mercado de balcão organizado e inexistência de negócios com as ações nos últimos anos;

- valor patrimonial contábil - existência de métodos mais eficazes para a apuração do preço justo da companhia e existência de patrimônio líquido negativo;

- fluxo de caixa descontado – inexistência de atividade operacional, projeção de fluxo de caixa negativo, tratar-se de empresa sem perspectiva de crescimento, existência de patrimônio líquido negativo, trata-se de empresa não operacional, existência de outra metodologia que explicitou melhor o valor dos ativos, apresentação de resultados negativos nos últimos anos e projeção de fluxo de caixa nulo; e

- múltiplos – tratar-se de empresa sem atividade operacional, inexistência de setor econômico comparável, geração de caixa operacional negativo nos últimos anos, inexistência de negociação de ações nem de transações recentes de empresas similares, apresentação de resultados negativos nos últimos anos, inexistência de empresa do setor que apresente as mesmas características e existência de patrimônio líquido negativo.

Essas justificativas sugerem que os avaliadores levaram em consideração as limitações metodológicas inerentes aos diferentes critérios de avaliação. Tal procedimento coaduna perfeitamente com os fundamentos científicos, consagrados pela teoria contábil-financeira, pois, conforme afirma Martins (2001), a escolha desse ou daquele método para melhor avaliar um empreendimento parece não representar uma tarefa relevante, visto que todos eles possuem méritos e limitações, assim cada usuário tem a suas necessidades, que podem mudar no espaço e no tempo.

Assim, impor, via legislação, que seja empregado de forma generalizada determinados critérios de avaliação, pode levar a incoerências como:

- utilização do preço médio ponderado de cotação das ações para avaliar companhias que não possuem ações listadas em bolsa ou não possuem registro para negociação;

- uso do valor patrimonial contábil como regra, quando de acordo com Martins (2005, p. 269)) sua utilização deveria ficar restrita àquelas “empresas cujos ativos mensurados pelos princípios contábeis não divergem muito de seus valores de mercado e que não possuem um *goodwill* significativo”;

- aplicação do método do fluxo de caixa descontado para empresas em dificuldades, haja vista que geralmente nessas condições elas apresentam receita e fluxos de caixa negativos, o que inviabiliza a sua utilização, pois segundo Damodaran (2005, p. 15) este critério de avaliação “considera a empresa como um empreendimento em funcionamento, com fluxos de caixa positivos para seus investidores”;

- emprego da técnica dos múltiplos quando não existem empresas similares para serem comparadas, tendo em vista que nesse caso, conforme cita Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p. 199), “as empresas comparáveis precisam apresentar linhas de negócios, características de risco, crescimento e fluxo de caixa semelhantes”.

Enfim, diante do contexto anteriormente exposto, pode-se inferir que, pelo menos no que diz respeito aos critérios de avaliação de empresas, a Instrução da CVM nº 361/2002 não pôde ser integralmente aplicada durante o período delimitado para o estudo, mesmo porque a teoria científica não deve ser vinculada a normas e seus fundamentos nem sempre têm relação com desejos ou intenções de órgãos reguladores por melhor intenção que julguem ter.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo principal desse estudo foi verificar se as exigências estabelecidas pela Instrução CVM nº 361/2002, no que concerne especificamente aos atributos dos laudos de avaliação das empresas objeto de OPA, são plenamente exequíveis e estão de acordo com o que prescreve os fundamentos metodológicos consagrados pela teoria contábil-financeira. Para tanto, tomou-se como base de pesquisa os laudos e, quando necessário, os editais de 90 OPA registradas naquela Comissão, no período de 2003 a 2007, e que se encontram disponíveis em seu sítio na Internet.

Para a descrição e análise dos dados, fez-se mister a divisão dos atributos exigidos nos laudos de avaliação das empresas objeto de OPA em dois grandes grupos de informações. No primeiro, ficaram concentradas as informações relacionadas com as características e com as obrigações dos avaliadores, enquanto que, no segundo, foram reunidos os dados relativos aos critérios de avaliação que, segundo a norma da CVM, devem ser adotados para a definição do preço justo da companhia avaliada.

Sobre as características dos avaliadores, foi possível constatar que 48% foram intermediadas por instituições financeiras e 42% por corretoras de valores. Tal situação denota que há um equilíbrio de preferências, por parte dos ofertantes, entre esses dois tipos de sociedades, sendo que, em apenas 03 casos não foi possível identificar o tipo de avaliadora.

No tocante às obrigações dos avaliadores, ficou evidente o alto grau de atendimento às exigências da CVM, cujos percentuais totais do período variaram entre 94% e 99%, chegando a alcançar, no último ano base da pesquisa, a cifra de 100%. No entanto, apesar da visível melhora ao longo do tempo e por se tratar de exigências legais e não depender, salvo melhor juízo, de qualquer fundamentação científica, esses atributos que tratam exclusivamente, das características e das obrigações dos avaliadores, deveriam ter sido atendidos plenamente.

Um atributo em particular, relacionado às obrigações dos avaliadores, chamou mais a atenção. Trata-se da escolha do critério de avaliação mais adequado para a definição do preço justo da companhia objeto de OPA, cujo destaque ficou por conta da predileção pelo método do fluxo de caixa descontado, que chegou a atingir a cifra de 100% na preferência dos avaliadores no ano de 2007. Tal fato vai ao encontro do que preceitua a teoria contábil-financeira que consagrou esse método como aquele que melhor representa o valor econômico de um empreendimento.

Sobre as exigências da CVM, relacionadas à adoção generalizada de, no mínimo e cumulativamente, determinados critérios de avaliação, verificou-se que a maioria, ou seja, 63,29% dos avaliadores conseguiram cumprir integralmente as determinações daquele Órgão Regulador. Contudo, esse percentual não parece ser significativo, pois as OPA, cujos laudos foram analisados, não estavam enquadradas em situações excepcionais que merecesse procedimento diferenciado. Assim sendo, esse resultado sugere que as exigências da CVM não são totalmente factíveis diante da realidade enfrentada pelas empresas que foram objetos de OPA entre 2003 e 2007, haja vista que 35,44% deixaram de cumprir parcialmente a sua norma e 1,27% a descumpriu totalmente.

No que tange às justificativas, apresentadas pelas empresas que não conseguiram cumprir integralmente as exigências legais, foi possível constatar que elas têm uma relação direta com as especificidades vivenciadas pelos diferentes tipos de empresa, bem como com as características do mercado no qual elas atuam. Foram levados em consideração os méritos e as limitações metodológicas, inerentes aos diferentes critérios de avaliação, o que está perfeitamente coadunado com os fundamentos científicos consagrados pela teoria contábil-financeira.

Enfim, os resultados obtidos da amostra tomada como base da pesquisa, permitem inferir que, para ambos os aspectos, seja o relacionado às características e deveres dos avaliadores, seja o relacionado aos critérios de avaliação adotados para a definição do preço

justo das companhias objetos de OPA, as exigências da CVM não foram plenamente factíveis. No primeiro caso, o grau de exequibilidade foi bem maior que no segundo, o que pode ser explicado pelo fato dos critérios de avaliação estarem fundamentados em teorias científicas, e estas não estão alicerçadas em normas legais.

## REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças corporativas e valor*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BEUREN, Ilse Maria et al. *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: Teoria e prática*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm)>. Acesso em: 15 dez. 2008.

\_\_\_\_\_. Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 361, de 05 de março de 2002. Dispõe sobre o procedimento aplicável às OPA. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 22 abr. 2007.

\_\_\_\_\_. Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 436, de 05 de julho de 2006. Acrescenta o Anexo III e altera a Instrução CVM nº 361, de 05 de março de 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 22 abr. 2007.

DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 2005.

FERREIRA, Sheila Ribeiro. *As Metodologias de Avaliação e a sua aplicação em empresas de pequeno porte – um estudo do setor de farmácias e drogarias do DF*. 2004. 173 f. Dissertação (Mestrado em Gestão Econômica de Negócios) - Curso de Pós-Graduação em Economia, Universidade de Brasília, Brasília, 2004.

MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; CAVALCANTE, Francisco. *Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e gestão de valor*. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.

MARTINS, Eliseu (Org.). *Avaliação de Empresas: da Mensuração Contábil à Econômica*. São Paulo: Atlas, 2001.

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.

PASIN, Rodrigo Maimone. *Avaliação relativa de empresas por meio da regressão de direcionares de valor*. 2004. 194 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Curso de Pós-Graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-11042005-163032/>>. Acesso em: 22 jan. 2008.

SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José Luiz dos. *Fundamentos de avaliação de empresas: foco no método de fluxo de caixa descontado: teoria e prática*. São Paulo: Atlas, 2005.

SILVA, Josué Lins e. *Avaliação Econômica dos Incentivos Fiscais e Financeiros: Uma análise das Empresas Industriais Têxteis*. 2005. 105 F. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Curso de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal, 2005. Disponível em: <[http://www.unb.br/cca/pos-graduacao/mestrado/dissertacoes/mest\\_dissert\\_066.pdf](http://www.unb.br/cca/pos-graduacao/mestrado/dissertacoes/mest_dissert_066.pdf)>. Acesso em 23 jan. 2008.