

Valor Econômico, Preço Médio Ponderado ou Valor Patrimonial: Métodos de Avaliação do 'Preço Justo' e o Reembolso aos Minoritários

Autoria: David Izecksohn Neto

Resumo:

A questão central deste estudo é descobrir quais são as metodologias mais utilizadas pelas empresas e aceitas pela literatura, para definir o valor do reembolso a ser pago aos acionistas minoritários, nas reestruturações societárias. Para tanto foram analisados 94 laudos e editais das Ofertas Públicas de Aquisição de Ações (OPAs) ocorridas entre os anos de 2002 e 2007. Como principais conclusões propomos que o Preço Justo não pode ser visto com impessoalidade e que, embora tanto as empresas quanto os estudiosos privilegiem o valor econômico e rejeitem o preço médio ponderado e, principalmente, o valor patrimonial, todos esses critérios apresentam problemas na aplicação prática do reembolso. Enquanto o valor econômico possui um alto grau de subjetividade e uma não-padronização no seu cálculo, os outros dois métodos apresentaram altas volatilidades nos períodos que antecederam as OPAs.

1. Introdução:

Pessoas físicas têm sido a cada dia mais incentivadas a ingressar no mercado de ações. Por intermédio de Clubes de Investimentos, papéis-índices, Fundo de Garantia ou até ingressando como gestor de seus próprios recursos, a popularização do mercado de ações tem sido o destaque nos últimos anos.

Qualquer indivíduo necessita de conhecimentos básicos para poder avaliar com a devida cautela suas novas alternativas de negócios, sob a forma da compra de ações. Que ações comprar? Determinada ação está cara ou barata? Existem diversos métodos de avaliação disponíveis para a utilização pelos investidores.

Frisch (2005) aponta uma pesquisa realizada pelo Instituto Brasileiro de Economia (IBRE), na qual foram identificados os métodos mais adotados para avaliar a atratividade de uma companhia, na tomada de decisão para o investimento em ações: 1-fluxo de caixa descontado (90%); 2-valor da empresa/Ebtida (80%); 3-preço/lucro projetado (67%); 4-fluxo de caixa livre (57%); 5-rentabilidade do patrimônio líquido (51%); 6-retorno de fluxo de caixa sobre investimento (40%); 7-preço/crescimento dos lucros (38%); 8-preço/valor patrimonial (35%); 9-métricas setoriais (35%); 10-rentabilidade do ativo (33%); 11-valor econômico adicionado (32%); 12-preço/patrimônio líquido (27%); 13-outros métodos (24%); 14-preço/vendas (23%).

Em todo caso, a principal ferramenta do analista na tarefa de tentar adivinhar o futuro para obter lucros advém das publicações financeiras de cada companhia, sob a forma de seus balanços patrimoniais, demonstrações de resultados, notas explicativas, relatórios das empresas de auditoria e dos dirigentes da organização, entre outras. Ressalta disto o imperativo de ampliar cada vez mais a transparência das contas de cada companhia, incluindo neste item a clareza para o leitor-acionista.

Contudo, haveria uma única avaliação aceitável para todos os sócios das companhias, sejam eles novos ou antigos investidores minoritários, ou ainda, acionistas controladores destas? Algum método deveria ser considerado como perfeito e único admissível para que um investidor avaliasse se a sua decisão de comprar ou vender uma ação está correta? Neiva (1992, p.11), ao comparar diversos métodos de avaliação de empresas, introduz seu trabalho da seguinte forma:

A avaliação de uma empresa não pode ser feita segundo princípios de uma ciência exata. O peso que os técnicos em avaliação atribuem aos diversos fatores envolvidos no processo de avaliação não é uniforme. Isto se deve a um problema de julgamento pessoal de cada avaliador que é influenciado pela experiência que este especialista acumula, bem como pelos motivos e objetivos da avaliação para o comprador ou vendedor.

Rudge e Cavalcante (1993, p.174), em obra editada pela Comissão Nacional de Bolsas de Valores, afirmam que a projeção do lucro balizava o cálculo de um Preço Justo:

Resta evidente que o preço justo é informação resultante de avaliação individual do investidor. Pode variar de um para outro investidor, especialmente devido às estimativas de lucro por ação, custo de oportunidade e definição de prêmio pelo risco. Nessa diferença de avaliações reside grande parte da atração da Bolsa: se todos avaliassem igual, se o preço da ação em Bolsa fosse sempre o preço justo, só haveria compradores, ou só haveria vendedores. Em qualquer caso, deixaria de existir Bolsa.

Desta forma, tanto o ato de compra quanto o de venda de uma ação resulta de uma série de avaliações internas feitas por cada investidor, as quais são baseadas em um ou mais índices, sejam eles tradicionais ou construídos pelos próprios investidores com base em suas experiências, valores e crenças.

Contudo, existem algumas ocasiões específicas em que a decisão de vender a ação é ressaltada na mente dos acionistas: quando ocorrem reestruturações societárias, sejam elas na forma de fusões, incorporações, cisões, alienações de controle ou cancelamentos de registro de companhia aberta. Nestas ocasiões a Lei das Sociedades Anônimas (Lei das S.A.) estipula que aos acionistas é assegurado o direito de retirar-se da sociedade por intermédio da compra obrigatória das suas ações pela parte responsável pela devida reestruturação societária. Ou seja, um direito de ser reembolsado.

Este direito assegurado desde o Decreto-Lei 2.627 de 1940, também incluso na primeira Lei das S.A., a Lei 6.404 de 1976, tem por objetivo permitir que, numa eventual mudança drástica na estrutura da companhia na qual o acionista ingressou, ele tenha a certeza de que poderá vender suas ações, mesmo que o preço na Bolsa ou a liquidez desta esteja aquém do necessário para que seja possível fazer esta venda no mercado. A Lei das S.A. exige que nestas reestruturações societárias uma auditoria externa estipule o valor do reembolso a ser pago pelas ações dos minoritários, dentre os critérios estipulados na própria Lei. Em 1976 a Lei das S.A. exigia que o valor do reembolso não fosse inferior ao valor do patrimônio líquido. Contudo, duas décadas depois, com a reforma desta Lei, dando origem à Lei 9.457 de 1997, passou-se a permitir que o reembolso fosse pago por valor inferior àquele, desde que calculado pelo valor econômico.

Contrariamente ao postulado de Rudge e Cavalcante (1993), a segunda reforma da Lei das S.A., a Lei 10.303 de 2001, passou a denominar, inclusive, que para os casos específicos de cancelamento do registro de companhia aberta, existe um Preço Justo para o valor do reembolso, que deve ser calculado, isoladamente ou de forma combinada, pelos seguintes critérios: patrimônio líquido contábil, patrimônio líquido avaliado a preços de mercado; fluxo de caixa descontado; comparação por múltiplos; cotação das ações no mercado, ou qualquer outro critério adotado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

No ano seguinte a esta reforma a CVM editou a Instrução 361/02, obrigando as firmas de auditoria a informar os critérios de avaliação adotados nas Ofertas Públicas de Aquisição de Ações (OPAs). Estas ofertas são pré-requisitos legais para que as companhias façam suas reestruturações societárias. O objetivo desta Instrução da CVM foi fornecer aos acionistas informações e indicadores suficientes para que eles possam tomar a decisão de aceitar a OPA

ou de recusá-la e, neste caso, solicitar o direito de retirada ou exigir uma nova avaliação, caso possuam o capital necessário para fazê-lo.

A CVM, contudo, não tem poderes para contestar o valor oferecido. O deferimento que esta instituição fornece aos pedidos de registro das OPAs não implica a garantia da veracidade e/ou qualidade das informações prestadas, nem julgamento sobre o preço ofertado pelas ações objeto das OPAs. A CVM garante apenas o acesso dos acionistas a estas informações.

Tendo em vista a existência de diversas alternativas para a apuração do chamado Preço Justo, este estudo procurou levantar, nos laudos e editais das OPAs, quais foram os métodos utilizados nas reestruturações societárias das companhias abertas para a apuração do valor do reembolso aos acionistas minoritários.

2. Os Métodos de Avaliação e o Preço Justo:

Vejam na literatura os métodos para o cálculo do valor de reembolso das ações dos minoritários, quando do cancelamento do registro de companhia aberta, operação conhecida também como fechamento de capital.

Parente (2002) considera o fechamento de capital como sendo o momento mais drástico pelo qual uma companhia pode passar no mercado de capitais, tendo em vista que o minoritário fica praticamente coagido a aceitar a OPA, pelo preço que for oferecido. Ela afirma que o acionista, quando entra na companhia, paga por suas ações um valor tendo por base um dos três parâmetros: o patrimônio da companhia; a sua perspectiva de rentabilidade, ou o valor da cotação em Bolsa de Valores.

Segundo Neiva (1992, p.12), as duas concepções de valor de empresas que mais se destacam são as seguintes:

- a) Valor patrimonial: o valor da empresa é determinado pelo somatório dos bens que constituem o patrimônio da empresa.
- b) Valor Econômico: o valor da empresa decorre do potencial de resultados futuros.

Como explica Carvalhosa (2002, p.434), o valor econômico:

equivale à perspectiva de rentabilidade da empresa (*forecast profit*). A adoção desse critério de aferição de valor empresarial, em todo o mundo, decorre do consenso de que o critério fundamental para a verificação do valor de mercado de uma companhia é o fluxo de caixa descontado. A empresa vale não mais por seu patrimônio líquido, mas por sua capacidade de produção de dinheiro.

[...]

A capacidade de fluxo de caixa demonstra o quanto a companhia é rentável e saudável, daí resultando o laudo sobre o seu valor econômico.

Parente (2002) lembra que a legislação permite que seja utilizado qualquer um dos métodos previstos na mesma, desde que o resultado ao final seja equitativo, traduzido pelo Preço Justo. Ela então cita que o projeto da reforma da Lei das S.A., de 2001, impunha que:

o valor de fechamento deveria ser o valor econômico, sob o fundamento de que o *'valor que melhor representa quanto de fato vale a ação de uma empresa não é o seu valor patrimonial e sim o seu valor econômico, pois leva em conta todos os parâmetros da empresa. Outro ponto importante é o fato da abertura de capital da empresa, quando ocorre, ser feita pelo seu valor econômico e não patrimonial, portanto seria um contra-senso fechar o capital por um parâmetro diferente daquele*

que foi usado quando da abertura de seu capital' (PARENTE, 2002, p.17, grifos da autora).

Todavia, o legislador optou por dar a liberdade de escolha do critério de avaliação, desde que fosse pelo Preço Justo. Mesmo afirmando que a avaliação possuirá sempre um grau de subjetividade, não sendo possível revelar o valor exato das companhias, aquela autora considera que o importante é que os laudos que apurem os valores sejam transparentes. Abrão (2002) também argumenta que a utilização de critérios sólidos garante a transparência e a liquidez das ações dos minoritários, embora os critérios técnicos previstos em Lei demonstrem o preço real das ações, ampliando a segurança dos minoritários nos fechamentos de capital.

Carvalhosa (2002), ao analisar a Lei de 1976, que assegurava um valor de reembolso não inferior ao do patrimônio líquido, e a Lei de 1997, que estipulava um valor ao menos igual ao econômico, considera que ambas as propostas tinham mérito, embora pecassem pelo excesso de rigor ao terem estabelecido um único critério para todas as empresas que fechassem o capital. Com relação à Lei de 2001, o autor critica a confusa redação do conceito de Preço Justo, tendo em vista a sua subjetividade e os interesses opostos entre controladores e minoritários. Dessa forma, para este autor, não haveria um único Preço Justo.

Quanto ao valor patrimonial a preços de mercado, este consiste na “soma algébrica dos valores atualizados dos bens, direitos e obrigações da empresa”. (NEIVA, 1992, p.29). Ou ainda, “significa que o valor apurado será o do ativo, subtraído o passivo, mas de *cada bem* constante do ativo e do passivo, avaliado *individualmente*, a preços de mercado” (CARVALHOSA, 2003, p.288, grifos do autor).

Parente (2002) considera a avaliação por este último critério como tendo um valor apenas parcial, por só contemplar os bens ativados, excluindo, dentre outros, os ativos intangíveis. O mesmo argumento é feito para a sua crítica à utilização do valor do patrimônio líquido contábil, acrescido do fato deste geralmente estar escriturado pelo valor histórico. Para a autora, ambos os critérios não refletem adequadamente o valor efetivo de uma companhia. Seguindo este mesmo raciocínio, Nioac Prado (*apud* Lobo, 2002) considera que o ativo de uma empresa muitas vezes não se reflete nem na cotação em Bolsa, nem no valor patrimonial das ações.

Contrariando esta visão, Comparato (*apud* Lobo, 2002) sugere que o direito de retirada seja calculado pelo valor contábil das ações, como uma das formas para neutralizar possíveis malefícios aos acionistas não-controladores.

Com relação ao método do fluxo de caixa descontado, Parente (2002) assinala que este vem sendo muito difundido. Como explica a autora, ele traduz o valor da companhia pela perspectiva dos lucros futuros trazidos a valor presente. Apesar de considerá-lo o mais correto, a autora também não o considera perfeito, pois as “taxas de juros aplicadas podem distorcer a rentabilidade esperada; fatores conjunturais são elementos de incerteza” (PARENTE, 2002, p.18).

Cantidiano (2002), por sua vez, lembra que muitas entidades representativas de companhias abertas argumentaram que seria muito oneroso para o controlador a utilização do valor econômico nas OPAs para cancelamento de registro.

Para Abrão (2002), o valor econômico retrata uma importância mais próxima do mercado e aumenta a segurança do minoritário.

Já para Müssnich (2002, p.288), o valor econômico é o verdadeiro valor da ação, além de também ser considerado o mais adequado, tendo em vista que no momento que uma pessoa adquire ações, nunca se utilizaria do critério patrimonial, mas sim do valor econômico ou do valor de mercado da ação, “sendo o valor patrimonial absolutamente ineficaz para esta finalidade”.

Este mesmo autor lembra que antes da Lei 9.457/97 o valor mínimo a ser pago era o patrimonial. Eizirik (*apud* Müssnich, 2002) cita que o valor do patrimônio líquido é a maioria das vezes bastante superior ao valor econômico ou à cotação em Bolsa, o que fazia com que aquele antigo dispositivo legal constituísse um incentivo aos minoritários a sempre utilizarem o direito de retirada, efeito este chamado de indústria do recesso. Para Eizirik, o valor econômico, traduzido na perspectiva de rentabilidade da companhia, ou seja, o seu fluxo de caixa descontado, é uma avaliação dinâmica, balizada na atividade empresarial da companhia, enquanto a avaliação baseada no valor patrimonial seria uma avaliação estática.

Carvalhosa (2002) sugere que o legislador de 1997 inseriu a possibilidade do valor econômico pressupondo que este seria, em todas as ocasiões, muito menor do que o valor do patrimônio líquido, esperando que assim a companhia pudesse suportar financeiramente a dissidência dos acionistas. Contudo, este mesmo autor considera que o valor econômico não é necessariamente inferior ao patrimônio líquido, podendo até superar aquele, dependendo da rentabilidade da empresa.

Conforme cita Sampaio Amaral (*apud* Müssnich, 2002), o valor do patrimônio líquido foi perdendo importância a partir do momento em que o seu valor foi se distanciando do valor real da companhia, pela percepção do mercado. Isto teria sido causado pelos repetidos anos de inflação e de utilização de índices de correção monetária que não guardavam relação com os ativos empresariais sobre os quais incidiam, inflando o imobilizado das companhias. O autor aponta que a partir de 1994, com o fim da grande inflação, o patrimônio das companhias voltou ao seu valor real de mercado, principalmente os seus bens imóveis. O resultado foi a discrepância entre o valor patrimonial contábil e as cotações em bolsa, que ficaram muito abaixo dos valores patrimoniais. O autor também afirma que estes fatos desvirtuaram a finalidade do direito de retirada, tornando-o atraente e motivo de especulações pelos acionistas minoritários.

Entretanto, este mesmo autor faz uma ressalva para os casos de liquidação de companhias: nestes casos, ele acredita que o valor patrimonial pode ser o critério mais adequado. Ele destaca ainda a possibilidade de grandes discussões acerca dos critérios para a apuração do valor econômico e afirma que o mais utilizado é o fluxo de caixa descontado, com taxas que, normalmente, representam o custo de capital médio da companhia.

Para Lamy Filho & Bulhões Pedreira (*apud* Cantidiano, 2002), a cotação das ações reflete, num mercado desenvolvido, o real valor econômico das ações, por traduzir as perspectivas de rentabilidade nas análises dos investidores e o valor do patrimônio líquido da companhia.

Parente (2002) aponta que todos os critérios possuem vantagens e desvantagens e afirma que apenas a ponderação de diversos métodos pode permitir que a companhia seja avaliada de forma justa.

Carvalhosa (2002, p.74-5, grifo do autor), por sua vez, argumenta:

os critérios adotados devem ser compatíveis com a situação da companhia e das ações de sua emissão. Assim, por exemplo, o critério 'cotação das ações no mercado' somente poderá ser utilizado se forem dotadas de efetiva *liquidez* no mercado secundário; o critério de 'comparação por múltiplos' não poderá ser usado se não houver companhias que possam ser objeto de comparação; o critério de 'fluxo de caixa' descontado não é adequado para empresas cíclicas, ou que estejam em processos de reestruturação.

E, uma vez que se chegue a um valor para as ações da companhia, é recomendável que se calcule um ágio sobre ele, para que a oferta pública tenha maiores chances de êxito.

Existe uma espécie de consenso sobre a utilização do valor econômico para o cálculo do valor do reembolso das ações dos minoritários. Apesar do seu elevado grau de subjetividade, os autores de forma geral acreditam que este é o valor mais justo a ser pago a estes acionistas:

Não obstante correntemente aplicado em todo o mundo, a apuração do *valor econômico* de cada companhia pressupõe uma considerável subjetividade. Daí ter o legislador estabelecido normas de procedimento na indicação e aprovação dos auditores que farão tal trabalho, cujo pressuposto é de absoluta independência com respeito à administração e aos controladores da companhia (CARVALHOSA, 2002, p.435, grifo do autor).

Contudo, este mesmo autor também afirma:

Do lado dos minoritários, no entanto, a incerteza do valor econômico apurado pode, com efeito, inibi-los do exercício desse direito potestativo. E repita-se que não foi outra a intenção do legislador [...], fica evidente que o que ali se procura é diminuir em tudo e por tudo os direitos patrimoniais dos acionistas minoritários. O parâmetro do patrimônio líquido, de fácil aferição, era, com efeito, elemento fundamental da decisão de retirar-se. Agora, ao fazê-lo o dissidente, ficará a mercê da apuração, com forte conotação subjetiva, do valor econômico de suas ações, inapelavelmente constante do laudo dos auditores (CARVALHOSA, 2002, p.431-2).

Do ponto de vista técnico, Neiva (1992) afirma que tanto a avaliação pelo valor patrimonial quanto a avaliação dos rendimentos futuros apresentam problemas, pois alguns bens do patrimônio são de difícil mensuração, principalmente se considerados isoladamente, enquanto a avaliação do futuro depende de um grande número de fatores de difícil quantificação. Para este autor, a aquisição de uma empresa se dá geralmente pela sua capacidade de geração de lucros futuros. Dessa forma, o autor admite ser necessário determinar os lucros projetados com a máxima precisão possível, para suportar esta análise. Como aponta a CVM, na cartilha criada para a orientação e defesa dos investidores: “Você pode perder dinheiro se: As pessoas que administram a empresa são desonestas [...], comentam lucros passados ou futuros que não existem [...]” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 1998, p.23).

Segundo Neiva (1992), a maioria dos autores não reconhece o valor da empresa como sendo o valor patrimonial contábil, pelas alegações de que existe variação do poder de compra da moeda, alterando o valor dos bens escriturados, além de que o patrimônio deveria ser considerado em seu conjunto, como fonte geradora de receita, ao invés de ser dividido em suas partes constituintes. Contudo, ele afirma:

Não obstante as deficiências apontadas, as Demonstrações Financeiras das empresas são instrumentos de conhecimento dos aspectos financeiros do patrimônio. Sua exatidão interessa não apenas ao dono do patrimônio ou ao administrador da empresa, mas também ao seguinte público: [...] b) investidores do mercado de capitais [...] (NEIVA, 1992, p.24).

Como explica este autor, as informações obtidas nos Balanços freqüentemente são as únicas disponíveis, principalmente para o ambiente externo da empresa, fazendo com que as decisões de investimento sejam tomadas principalmente tendo como base o Balanço Patrimonial e a Demonstração do Resultado:

Não se deve, portanto, ignorar o valor patrimonial da empresa para efeito de avaliação. Ressalve-se, porém, a necessidade de serem realizados alguns ajustes na posição patrimonial e até mesmo no lucro, dependendo do objetivo da análise.

[...]

Dadas as dificuldades que estes modelos apresentam, quais sejam, determinação de um fluxo de rendimento futuro numa conjuntura econômica conturbada (altas taxas de inflação, incerteza quanto às tendências de mercado, etc.), risco imputado ao negócio para efeito de composição da taxa de desconto, etc., o valor patrimonial é padrão de comparação de grande utilidade na avaliação da empresa (NEIVA, 1992, p.56).

Com relação aos modelos de previsão do futuro em empresas sob turbulência econômica no Brasil, Kasznar (1988, p.61) explica:

Em princípio, um modelo econômico representa uma visão simplificada da economia, que destaca as suas variáveis mais importantes com base em hipóteses sobre sua estrutura e seus comportamentos passado, atual e futuro. Procura-se, com ele, prever, dentro de uma teoria específica, o comportamento futuro da economia. Naturalmente, aí está envolvida uma escala predeterminada de valores e preferências.

Kasznar (1988, p.70) argumenta ainda que os painéis econômicos de curto prazo mudam rapidamente, assim como mudam os planos supostamente de longo prazo dos governos, criando uma volatilidade na economia e, com isso, um clima de incerteza.

Como afirmou Furtado (1974, p.111-7), a ciência econômica exerce uma aparente exatidão dos métodos que utiliza, permitindo com isso um isolamento, uma análise, abrindo caminho às previsões. Este autor observou, contudo, que é necessário distinguir as objetividades dos ilusionismos nos cálculos econômicos, evitando-se com isso que a contabilidade se transforme:

num labirinto de espelhos, no qual um hábil ilusionista pode obter os efeitos mais deslumbrantes.

Não se trata, evidentemente, de negar todo valor a esses conceitos, nem de abandoná-los se não podemos substituí-los por outros melhores. Trata-se de conhecer-lhes a exata significação (FURTADO, 1974, p.116).

3. A Nova Avaliação:

Na reforma da Lei das S.A. de 2001, outro direito foi inserido na legislação. Os acionistas minoritários que representarem no mínimo 10% das ações em circulação no mercado podem solicitar uma nova avaliação do preço ofertado, desde que “acompanhado de elementos de convicção que demonstrem a falha ou imprecisão no emprego da metodologia de cálculo ou no critério de avaliação adotado [...]” (BRASIL, 2001, art. 4º-A).

Contudo, os acionistas que solicitarem a revisão de preço e aqueles que votarem a seu favor deverão ressarcir a companhia dos custos da nova avaliação, caso o novo valor seja igual ou inferior ao valor inicialmente apurado. Para Carvalhosa (2002), esta seria uma forma de inibir os minoritários que só quisessem dificultar a OPA, ao que Parente (2002) contrapõe que, mesmo assim, a possibilidade de ressarcimento objetiva evitar abusos das minorias.

Ainda, a Lei das S.A. estabeleceu que o controlador pode desistir da OPA, caso o valor da nova avaliação seja superior ao valor inicialmente ofertado. Todavia, pelo lado dos minoritários, o preço resultante da nova avaliação se configura em uma proposta de venda, uma aceitação prévia do novo preço a ser ofertado, obrigando-os a vender suas ações (CARVALHOSA, 2002).

Ou seja, o direito à nova avaliação integra uma disputa com forças desiguais, sob todos os ângulos, pendendo a favor dos controladores.

4. Sobre a Investigação:

Para analisar a prática das companhias abertas nas ocasiões do direito de retirada foram levantados os dados contidos nos laudos e editais das OPAs.

Conforme já anunciado, foi a partir da reforma da Lei das S.A. de 1997 que o valor do reembolso pôde ser inferior ao valor patrimonial. Desta forma, o universo pesquisado envolveu todas as OPAs ocorridas entre os anos de 1997 e 2007.

A amostra foi constituída pelo critério da acessibilidade. Assim, foram procuradas OPAs cujos laudos fossem acessíveis e que apresentassem dados suficientes para a análise. Tendo em vista que não é possível fazer consultas públicas às OPAs ocorridas até o final de 2001 e uma vez que a partir de 2002 algumas OPAs apresentaram dados incompletos para esta análise, a amostra deste estudo foi composta por 94% (17/18) das OPAs ocorridas em 2002, 78% (18/23) das OPAs ocorridas em 2003, 94% (17/18) das OPAs ocorridas em 2004, 94% (16/17) das OPAs ocorridas em 2005, 85% (17/20) das OPAs ocorridas em 2006 e 69% (9/13) das OPAs ocorridas em 2007, resultando numa amostra final de 94 OPAs.

Portanto, analisamos uma amostra final de 86% (94/109) das OPAs ocorridas entre 2002 e 2007, assim distribuídas, de acordo com as suas finalidades:

- 52 OPAs para Cancelamento de Registro;
- 20 OPAs para Alienação de Controle;
- 3 OPAs para Aumento de Participação;
- 14 OPAs unificadas para Alienação de Controle e Cancelamento de Registro;
- 3 OPA unificada para Aumento de Participação e Cancelamento de Registro;
- 2 OPAs Voluntárias.

É importante destacar que, conforme enumeração acima, 69 destas OPAs tiveram dentre as suas intenções o cancelamento do registro de companhia aberta, perfazendo 73% da amostra.

Dentre as diversas possibilidades de critérios de avaliação, o §3º do art. 8º da Instrução CVM nº 361/02 obriga que as auditorias externas informem os seguintes métodos nas OPAs:

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 [...] (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2002, art. 8º).

Como já ressaltado, o objetivo desta informação é fornecer aos acionistas indicadores suficientes para que eles possam tomar a decisão de aceitar a OPA, recusá-la e, neste caso, solicitar o direito de retirada, ou solicitar uma nova avaliação.

Todas estas informações foram transferidas para um banco de dados, onde computamos os critérios utilizados pelas companhias em cada OPA, visando à busca por padrões comuns para as reestruturações societárias.

5. Resultados:

Após a análise dos laudos e editais, chegamos a resultados quanto aos valores oferecidos nas OPAs, às especificidades das OPAs de alienação de controle, aos critérios utilizados para o cálculo do valor econômico, aos custos dos laudos e às incongruências encontradas em cada um dos três métodos de avaliação exigidos pela Lei das S.A.. Cada um destes resultados está descrito a seguir.

5.1. Valores Oferecidos nas OPAs:

Quando comparamos os valores oferecidos pelos controladores nas OPAs com os critérios de avaliação que são calculados por força da legislação chegamos às seguintes conclusões:

Quadro 1
Critérios *Versus* Preços para Todas as OPAs.

Critérios	(A) Quantidade de OPAs em que foi o maior valor calculado	(B) Quantidade de OPAs em que o preço ofertado foi superior ao maior valor calculado	(A - B) Quantidade de OPAs em que o preço ofertado foi inferior ao maior valor calculado
Valor econômico	51 (100%)	42 (82%)	9 (18%)
Preço médio ponderado	22 (100%)	16 (73%)	6 (27%)
Valor patrimonial	21 (100%)	8 (38%)	13 (62%)
Total	94 (100%)	66 (70%)	28 (30%)

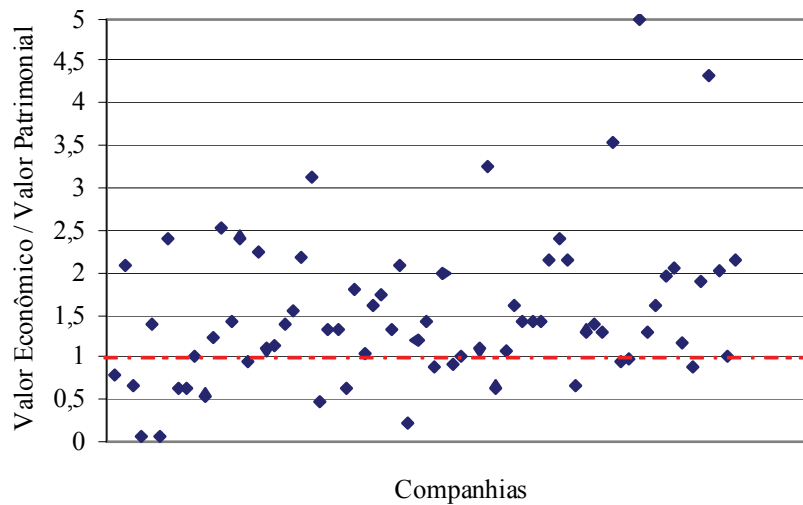
Como pode ser visto no Quadro 1, em 70% das OPAs, o maior valor calculado foi utilizado como base para estipular o preço a ser pago pelas ações dos acionistas minoritários, inclusive com um ágio em relação ao mesmo. Entretanto, em 30% dos casos isso não se verificou, principalmente quando o maior valor havia sido calculado pelo método do valor patrimonial contábil. Como pôde ser visto, em 62% das OPAs em que este foi o maior valor calculado, o preço ofertado foi inferior ao mesmo.

Na Figura 1 podemos constatar a relação entre o critério do valor econômico comparativamente ao valor patrimonial contábil. Assim verificamos em quanto o valor econômico é superior ou inferior ao valor patrimonial contábil. Este cálculo foi feito para apenas 76% (71/94) das OPAs analisadas, pois: a) em 10 OPAs o valor patrimonial foi negativo; b) em quatro OPAs o valor econômico foi declarado negativo (embora em três destas ocasiões ele nem tenha sido calculado); c) houve duas OPAs em que o valor patrimonial foi negativo e o valor econômico foi declarado como negativo, embora este último não tenha sido calculado; d) em outras seis OPAs tanto o valor patrimonial quanto o valor econômico foram, de fato, negativos; e) ocorreu uma OPA em que a companhia simplesmente afirmou qual era o seu valor econômico, sem que houvesse qualquer laudo para embasá-lo; f) houve uma OPA em que o valor econômico foi 23 vezes superior ao valor patrimonial. Por estar muito distante do padrão verificado, retiramos este dado da análise.

As OPAs localizadas acima do valor 1 representam ocasiões em que o valor econômico foi superior ao valor patrimonial, o que ocorreu na maioria da amostra. Já as localizadas entre 0 e 1 significam que o valor econômico foi inferior ao valor patrimonial.

Figura 1

Relação Valor Econômico / Valor Patrimonial (*cada ponto representa uma companhia*).



5.2. Especificidades das OPAs de Alienação de Controle:

Nas alienações de controle, os novos acionistas controladores somente são obrigados pela Lei das S.A. a fazer a OPA para as ações ordinárias, e por um valor de no mínimo 80% do valor pago por cada ação na aquisição do controle. De forma semelhante ao percebido no Quadro 1, o Quadro 2 demonstra que, para este tipo de OPA, o critério do valor patrimonial também não é muito utilizado para embasar o valor a ser pago pelas ações. Na prática, para esse tipo de OPA o critério de avaliação não influencia a decisão por oferecer um valor superior ou inferior ao maior valor encontrado.

Quadro 2

Critérios *Versus* Preços das OPAs, somente para as Alienação de Controle.

Critérios	(A)	(B)	(A - B)
	Quantidade de OPAs em que foi o maior valor calculado	Quantidade de OPAs em que o preço ofertado foi superior ao maior valor calculado	Quantidade de OPAs em que o preço ofertado foi inferior ao maior valor calculado
Valor econômico	12 (100%)	7 (58%)	5 (42%)
Preço médio ponderado	4 (100%)	2 (50%)	2 (50%)
Valor patrimonial	4 (100%)	1 (25%)	3 (75%)
Total	20 (100%)	10 (50%)	10 (50%)

Como pode ser visto, em metade destas OPAs o valor oferecido foi inferior ao maior valor calculado no laudo de avaliação. É válido apontar o fato que 19 das 20 companhias em questão pagaram tão somente o percentual mínimo de 80% exigido pela Lei das S.A. A única companhia que pagou um valor superior explicou que teve de fazê-lo, pois o valor pelo qual adquiriu o bloco de ações do controle foi simbólico, de apenas R\$3,00, e se a companhia fosse pagar tão somente aquele valor, resultaria em uma fração de centavo de Real por cada ação.

É válido destacar que também houve 14 OPAs unificadas para a alienação de controle e o cancelamento do registro. A Instrução CVM 361/02 autoriza a realização de OPAs unificadas desde que seja possível compatibilizar os procedimentos de ambas e não haja prejuízo para os destinatários da oferta. Para estes casos as companhias fizeram ofertas tanto para as ações ordinárias quanto para as preferenciais (em 11 dos 14 casos), e pagaram valores

diferenciados: Em oito destas OPAs havia a possibilidade do valor pago ser superior aos 80% exigidos pela Lei das S.A., embora em algumas situações este acréscimo estivesse vinculado somente às ações ordinárias (2 casos), a um pagamento parcelado (1 caso), ou à certeza do cancelamento do registro (2 casos).

5.3. Critérios Utilizados para o Cálculo do Valor Econômico:

Analizamos também os critérios utilizados para o cálculo do valor econômico das ações, tendo em vista o elevado grau de subjetividade deste critério, conforme já apontado pela literatura. Em razão da existência de uma infinidade de possibilidades de estimativas de lucros ou prejuízos futuros, além da particularidade das análises do custo de oportunidade para cada uma das auditorias que fizeram os respectivos laudos e definiram as taxas de desconto, entre outros fatores, esta análise ficou restrita às nomenclaturas de cada critério. Esta análise permitiu alcançarmos algumas conclusões adicionais, conforme pode ser visto no Quadro 3.

Quadro 3
Critérios Utilizados nas OPAs para o Cálculo do Valor Econômico.

Critérios Utilizados	Quantidade de OPAs
Fluxo de caixa descontado ^a	71
Múltiplos de valor de mercado; Múltiplos de transações comparáveis	4
Fluxo de caixa descontado; Múltiplos de valor de mercado; Múltiplos de transações comparáveis ^b	3
Fluxo de caixa descontado e Valor de mercado dos imóveis	2
Fluxo de caixa descontado; Múltiplos de transações comparáveis ^c	2
Múltiplos de transações comparáveis	2
Fluxo de caixa descontado; Múltiplos de valor de mercado	2
Fluxo de caixa descontado; Múltiplos de transações comparáveis; Patrimônio Líquido a preços de mercado	1
Fluxo de caixa descontado; Patrimônio Líquido a preços de mercado	1
Valor de mercado do principal investimento da companhia	1
Patrimônio líquido a preços de mercado	1
Não foi calculado ^d	4
Total	94

^a Em duas destas ocasiões este valor foi negativo.

^b Em uma das OPAs estes valores foram calculados não para a companhia objeto da OPA, mas sim para as suas subsidiárias.

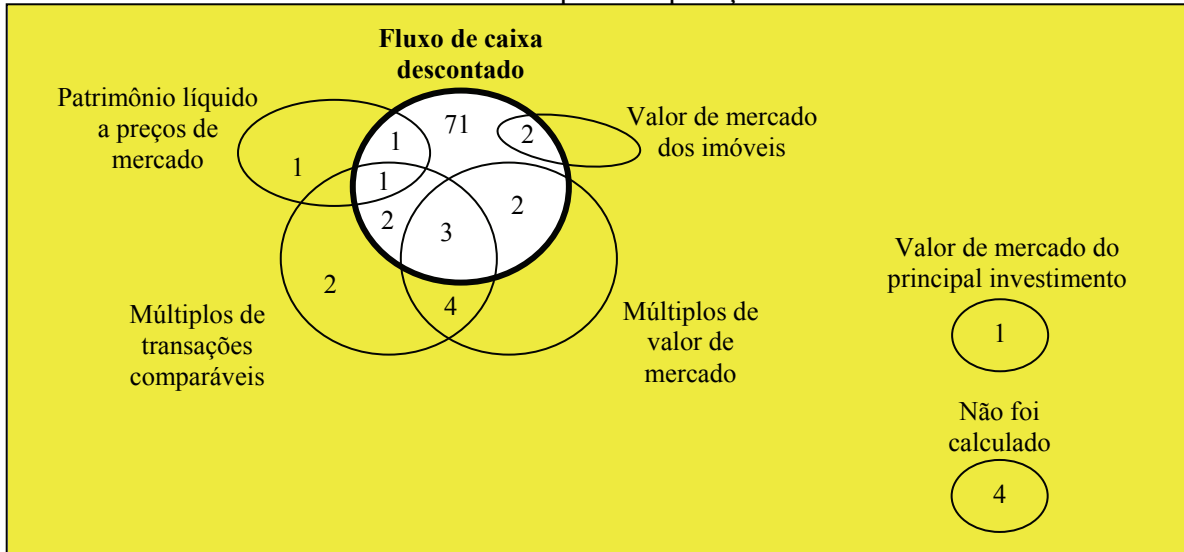
^c Em uma destas ocasiões declarou-se que o múltiplo de transações comparáveis foi baseado no múltiplo médio baseado em ativos e no múltiplo médio baseado em Patrimônio Líquido.

^d Não calculados pelo argumento de que seriam negativos.

Dessa forma podemos perceber que a metodologia do fluxo de caixa descontado é a mais utilizada para o cálculo do valor econômico, tendo sido utilizada como único critério para a sua apuração em 71 ocasiões, o equivalente a 76% das OPAs. A Figura 2 demonstra que, se somarmos as avaliações em que este critério é utilizado em conjunto com outros, o fluxo de caixa descontado passa a totalizar 82 aparições, representando assim 87% das OPAs, ou 91% das OPAs que calcularam o valor econômico.

Os dados encontrados reforçam, portanto, a conclusão de que a metodologia do fluxo de caixa descontado é a mais utilizada pelas empresas na apuração do valor das ações objeto das OPAs.

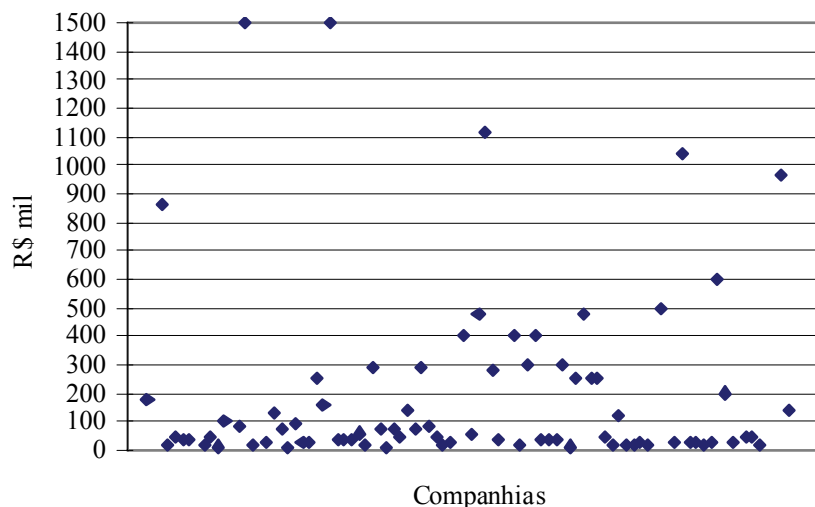
Figura 2
Critérios Adotados nas OPAs para a Apuração do Valor Econômico.



5.4. Custo dos Laudos de Avaliação:

Tendo em vista a possibilidade de acionistas minoritários que representem no mínimo 10% das ações em circulação no mercado solicitarem uma nova avaliação, é importante averiguar o custo padrão de um laudo de avaliação. Estes dados são de divulgação obrigatória, segundo a Instrução CVM 361/02 e podem ser vistos na Figura 3. Este dado foi obtido para 88% (83/94) das OPAs, pois, contrariamente ao que exige a legislação, algumas firmas de avaliação não apresentaram esta informação nos seus laudos.

Figura 3
Custos dos Laudos Declarados para Cada OPA – Dispersão
(cada ponto representa uma companhia).
Nota: o gráfico desconsidera o valor - outlier - de R\$8.604 mil.



Constatamos que o custo médio dos laudos foi de R\$314.000,00, sendo que o laudo mais barato custou R\$6.000,00 e o mais caro custou R\$8.604.000,00.

A Instrução CVM 361/02 também obriga que o avaliador declare todos os valores que recebeu da empresa ofertante e da companhia objeto da OPA, a título de remuneração por quaisquer serviços de consultoria, avaliação, auditoria e assemelhados, nos 12 meses anteriores, valores estes não integrantes do custo do laudo. Observamos ainda que, em 73% (69/94) dos laudos, os avaliadores haviam recebido tais valores naqueles períodos, sendo que alguns desses valores chegaram à casa dos milhões de reais. Além disso, muitos avaliadores possuíam ações das companhias que estavam sob sua análise. Embora o processo seja transparente, fica claro que nessas situações existe um conflito de interesse, que pode vir a prejudicar a avaliação.

5.5. Incongruências Encontradas nos Critérios de Avaliação:

Pesquisando os detalhes dos laudos das OPAs podemos perceber ainda outros dados interessantes, que servem de críticas a estes laudos e aos métodos de avaliação:

5.5.1. Problemas relacionados ao valor econômico:

a) Houve uma OPA em que o múltiplo de transações recentes resultou no valor de R\$303,23, enquanto o múltiplo de valor de mercado foi de R\$259,87. Destes dois cálculos, decidiu-se considerar o valor econômico o intervalo entre R\$270 e R\$290, sem fundamento adicional. É válido notar que o §4º do art. 8º da Instrução CVM 361/02 permite que a avaliação estabeleça uma faixa de valores mínimo e máximo, desde que a diferença entre estes preços não ultrapasse 10%. Nesta OPA o preço médio ponderado foi de R\$138,50 e o valor patrimonial de R\$120,36. Acabaram pagando R\$216,00 pelo lote de 1.000 ações.

b) Em outra ocasião, a companhia havia contratado outra firma de auditoria, alguns meses antes, para fazer um laudo. Esta havia se baseado em dados trimestrais de 30/09/2002, achando o valor econômico de R\$40.750,00. Afirma-se no edital que a CVM não teria aceitado as regras daquele laudo e que a companhia teria sido obrigada a encomendar outro. Contudo, neste segundo laudo, feito por outra firma, o valor econômico foi inferior, situado no intervalo de R\$32.960,00 a R\$36.250,00, com base na data de 31/12/2002. Percebemos neste caso que os três meses de diferença nos dados contábeis, além das prováveis distinções nos critérios das duas firmas de avaliação fizeram muita diferença. Nesta ocasião o valor patrimonial era de R\$32.271,00 e pagaram R\$35.270,00 pelo lote de 1.000 ações.

c) Também houve um caso em que foram contratadas duas companhias diferentes para avaliar o valor econômico. Em ambos os casos, o método utilizado para este cálculo foi o fluxo de caixa descontado. Porém, enquanto para um dos avaliadores o valor econômico estaria na faixa entre R\$5.380,00 e R\$5.860,00, o outro avaliador afirmou que este valor não deveria ultrapassar a quantia de R\$6.180,00.

5.5.2. A volatilidade nos preços médios ponderados para os 12 meses anteriores às OPAs. Seguem alguns exemplos:

a) Em determinada OPA, o preço médio ponderado da cotação de 1.000 ações preferenciais foi de R\$5,20. Segundo o avaliador, isto não refletia a situação real da ação, pois teria havido uma subscrição pelos controladores no ano anterior, o que teria elevado o preço das ações. Como argumentou este avaliador, segundo um laudo anterior, que considerava os últimos 4 anos, o valor justo seria de R\$0,69. Entretanto, pode ser percebido que se considerássemos não os últimos 4 anos, mas apenas os últimos 3 anos, este valor seria acima de R\$4,99. Nesta OPA foi pago R\$1,34, com base no valor econômico.

b) Em outra ocasião o preço médio ponderado foi de R\$56,88, referente ao período de abril de 2002 a março de 2003. Entretanto, se fosse calculado apenas com alguns meses de diferença, de julho de 2002 a junho de 2003, este valor seria R\$145,19, como, inclusive, foi apresentado no edital. Nesta OPA pagaram R\$164,21 por 1.000 ações, referente ao valor patrimonial.

c) Em determinada OPA o preço médio ponderado foi de R\$952,14, e decidiu-se pagar este valor, mesmo considerando que a ação não tinha muitas negociações. Entretanto, se fosse calculado com apenas alguns meses de diferença, ou melhor, se em vez de ter sido calculado de abril de 2002 a março de 2003, tivesse sido calculado de julho de 2002 a junho 2003, este valor cairia para R\$758,84 por 1.000 ações, como também foi apresentado no edital.

d) Houve ainda uma situação na qual o preço médio ponderado foi de R\$0,49 pelo lote de 1.000 ações preferenciais e zero para as ordinárias, no cálculo até 31/03/2003, data em que foi feito o laudo. Complementando este laudo, foi feito novo cálculo, para o período de 14/11/2002 à 14/11/2003, que forneceu os valores de R\$0,59 para as ações preferenciais e de R\$2,13 para as ações ordinárias. A companhia considerou que houve um expressivo aumento nas negociações a partir do dia 05/08/2003, devido exclusivamente à publicação do Fato Relevante anunciando o cancelamento de registro.

e) É importante destacar que em quatro OPAs não foi fornecido o preço médio ponderado, mas apenas uma tabela com os preços mensais, para os 12 meses anteriores à OPA.

5.5.3. A volatilidade dos valores patrimoniais nos períodos próximos às OPAs. Alguns exemplos ilustram o ocorrido:

a) A companhia “A” tinha os seguintes valores patrimoniais por lote de 1.000 ações, em diferentes datas: R\$69,53 em 31/12/2000; R\$73,87 em 31/12/2001; R\$-5,16 em 30/09/02; R\$42,18, em 31/12/02. É no mínimo curioso que um valor patrimonial da ordem de 70 tenha se tornado negativo de um ano para o outro, justamente na data-base de cálculo da OPA e apenas três meses depois tenha voltado a ser positivo, como informa o próprio laudo. Além disso, a auditoria afirmou ter se baseado em informações não auditadas.

Nesta ocasião, o preço médio ponderado foi de R\$123,15, tanto para as ações ordinárias e preferenciais, embora se note que as preferenciais não tiveram negociação nos últimos 12 meses. Acabaram pagando R\$35,20, correspondente ao valor econômico, bem inferior ao valor patrimonial anterior e posterior da companhia, embora muito superior ao valor vigente na data-base utilizada.

b) A companhia “B” declarou um valor patrimonial por lote de 1.000 ações de R\$780,00 na data-base, de 31/12/2002. Porém, podemos ver a instabilidade do mesmo, quando confrontamos com o ano anterior. Em 31/12/2001 este era de R\$5.900,00. E apenas três meses após a data-base, ou seja, em 31/03/2003, este era de R\$2.210,00.

Neste caso foi pago um valor superior aos três valores patrimoniais apresentados. Pagaram R\$17.000,00 por lote de 1.000 ações, com base no valor econômico.

c) A companhia “C” declarou que o seu valor patrimonial por lote de 1.000 ações era de R\$186,93 na data-base, em 31/12/2003. Porém, três meses depois, em 31/03/04 este não era mais positivo, pelo contrário, era de R\$-136,84. No final, pagaram um valor superior a ambos, de R\$225,52.

d) Houve ainda um caso em que se utilizou para o cálculo do valor econômico o balancete de seis meses, que dava o valor de R\$35,93, pois utilizando o balancete de 9 meses este valor era negativo. Contudo, não foi apresentado o balancete de 12 meses. Acabaram pagando R\$2,50 por 1.000 ações, com base no valor econômico.

Todos estes detalhes captados nos laudos e editais das OPAs sugerem uma falta de padronização nos critérios utilizados para o cálculo do valor econômico, além de uma grande volatilidade no cálculo do valor patrimonial e do preço médio ponderado das ações.

Ainda, pôde-se verificar que os valores calculados para as ações, em decorrência das metodologias exigidas pela CVM, embora sejam obtidos por meio de complexos e dispendiosos laudos, nem sempre são efetivamente utilizados pelas companhias para a definição do preço nestas Ofertas.

6. Considerações Finais:

A questão central deste estudo centrou-se em descobrir quais são as metodologias mais utilizadas pelas empresas e aceitas pela literatura para definir o valor do reembolso a ser pago aos acionistas minoritários nas reestruturações societárias.

Como pôde ser verificado, na maioria das vezes o valor econômico apresenta-se como o maior dos valores calculados para este reembolso, sendo este valor geralmente obtido pelo método do fluxo de caixa descontado. Contudo, não se pode afirmar que as empresas geralmente pagam o maior valor calculado, pois quando o maior valor é o patrimonial, as empresas costumam reembolsar os acionistas por valores inferiores a este. Ou seja, a maioria das empresas não admite reembolsar os acionistas pelo valor patrimonial quando este é maior do que o valor econômico. Todavia, nas OPAs para alienações de controle este fenômeno ocorre em menor grau, pois nestes casos as empresas costumam pagar tão somente o percentual mínimo exigido pela Lei das S.A.

Constatamos também que a possibilidade de solicitar uma nova avaliação é direito de poucos e possui um elevado risco, considerando a possibilidade dos acionistas minoritários terem que reembolsar as companhias pelo custo dos novos laudos, os quais representam relevantes despesas. Se considerarmos que o controlador possui o privilégio de poder desistir da oferta, este risco torna-se um grande inibidor deste direito.

Verificamos também a grande volatilidade nos valores patrimoniais e nos preços médios ponderados nos períodos próximos às OPAs, além de incongruências nos cálculos dos valores econômicos. Diversos autores apontam vantagens e desvantagens em cada um destes métodos de avaliação, embora exista um quase-consenso sobre as vantagens do valor econômico sobre os demais. Apesar de considerarem a sua subjetividade e imperfeição, os estudiosos consideram a avaliação pelo valor econômico mais dinâmica do que a feita pelo valor patrimonial e, por este fato, consideram-na melhor.

Podemos concluir que as reformas da Lei das S.A., apesar dos seus elevados méritos no desenvolvimento do mercado de ações, abriram duas brechas de subjetividade neste tema do reembolso. A primeira reforma, em 1997, quando permitiu que o valor do reembolso pudesse ser inferior ao valor do patrimônio líquido, desde que calculado pelo valor econômico. E a segunda reforma, em 2001, quando introduziu o conceito de Preço Justo, também apontado pela literatura como uma ciência não-exata, um conceito pessoal.

Desta forma, embora a CVM obrigue as companhias a fornecerem indicadores nas reestruturações societárias – valor patrimonial, preço médio ponderado e valor econômico – considerando isso suficiente para que os acionistas minoritários decidam se aceitam as OPAs ou se solicitam o direito de retirada, resulta dessas subjetividades encontradas um grande obstáculo à proteção dos direitos dos minoritários.

Temos que acrescentar o fato da CVM não ter poder para contestar o preço ofertado. Desta forma, os acionistas minoritários, particularmente as pessoas físicas, que cada dia são em maior número devido à popularização do mercado de ações, costumam ser reembolsados por um valor econômico, considerado um Preço Justo, que embora seja uma avaliação mais

dinâmica que a realizada pelo valor patrimonial, é uma avaliação cujo resultado é totalmente imprevisível.

É certo que essas falhas apontadas em todos os três métodos deveriam ser motivo de preocupação e originar estudos e políticas com vistas a aperfeiçoar os mecanismos de avaliação de ações. Assim, todos os acionistas ficariam efetivamente amparados pela legislação quando ocorressem reestruturações societárias nas companhias em que aplicaram seus capitais.

Referências Bibliográficas:

- ABRÃO, Carlos Henrique. Direito das minorias. In: LOBO, Jorge (Coord.). **Reforma da Lei nº. 10.303, de 31.10.2001**. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p.249-284.
- BRASIL. **Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Altera e acrescenta dispositivos na Lei 6.404... Disponível em: <<http://www.senado.gov.br/sf/legislacao/legisla>>. Acesso em: 20 dez. 2004.
- CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Características das ações, cancelamento de registro e ‘tag along’. In: LOBO, Jorge (Coord.). **Reforma da Lei nº. 10.303, de 31.10.2001**. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 61-106.
- CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas: Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com as modificações das Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997 e nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. v. 1. (Art. 1º a 74).
- _____. **Comentários à lei de sociedades anônimas...** 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 4. t. 2. (Art. 243 a 300).
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Guia de orientação e defesa do investidor**. [Rio de Janeiro], 1998.
- _____. **Instrução CVM nº 361**, de 5 de março de 2002. Dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta... Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 24 jun. 2003.
- FRISCH, Felipe. O mercado quer saber... **Valor Econômico**, Rio de Janeiro, 24 ago. 2005. Editoria Eu & Investimentos, p. D1.
- FURTADO, Celso. **O mito do desenvolvimento econômico**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1974.
- KASZMAR, Istvan Karoly. Administração de empresas sob turbulência econômica no Brasil. **Revista de Administração Pública**, v. 22, n. 3, p. 61-76, jul./set. 1988.
- LOBO, Jorge. Interpretação realista da alienação de controle de companhia aberta. In: _____. (Coord.). **Reforma da Lei nº. 10.303, de 31.10.2001**. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 505-524.
- MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. Reflexões sobre o direito de recesso na Lei das Sociedades por Ações. In: LOBO, Jorge (Coord.). **Reforma da Lei nº. 10.303, de 31.10.2001**. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 285-306.
- NEIVA, Raimundo Alelaf. **Valor de mercado da empresa: modelos de avaliação econômico-financeira de empresas, exemplos de avaliação com cálculos de valores, subsídios para privatização, compra e venda, cisão, fusão e incorporação**. São Paulo: Atlas, 1992.
- PARENTE, Norma. Principais inovações introduzidas pela Lei nº. 10.303, de 31 de outubro de 2001, à Lei de Sociedade por Ações. In: LOBO, Jorge (Coord.). **Reforma da Lei nº. 10.303, de 31.10.2001**. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 11-50.
- RUDGE, Luiz Fernando; CAVALCANTE, Francisco. **Mercado de capitais**. 2. ed. Belo Horizonte: Comissão Nacional de Bolsas de Valores, 1993.