

UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS - UFG
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E CIÊNCIAS
ECONÔMICAS - FACE
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

ELAINE LÍVIA DE LIMA E SILVA

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS PELO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO: uma análise
das abordagens utilizadas pelas empresas que realizam Ofertas Públicas de Ações no Brasil

GOIÂNIA

2016

Prof. Dr. Orlando Afonso Valle do Amaral
Reitor da Universidade Federal de Goiás

Prof. Dr. Luiz Mello de Almeida Neto
Pró-reitor de Graduação da Universidade Federal de Goiás

Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha
Diretor da Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas

Prof. Dr. Júlio Orestes da Silva
Coordenador do curso de Ciências Contábeis

ELAINE LÍVIA DE LIMA E SILVA

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS PELO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO: uma análise das abordagens utilizadas pelas empresas que realizam Ofertas Públicas de Ações no Brasil

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Ciências Contábeis da Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas da Universidade Federal de Goiás como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha

GOIÂNIA

2016

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor, através do Programa de Geração Automática do Sistema de Bibliotecas da UFG.

SILVA, Elaine Lívia de Lima e
AVALIAÇÃO DE EMPRESAS PELO FLUXO DE CAIXA
DESCONTADO [manuscrito] : uma análise das abordagens utilizadas
pelas empresas que realizam Ofertas Públicas de Ações no Brasil /
Elaine Lívia de Lima e SILVA. - 2016.
37 f.

Orientador: Prof. Dr. Moisés Ferreira da CUNHA.
Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade
Federal de Goiás, Faculdade de Administração, Ciências Contábeis
e Ciências Econômicas (FACE), Ciências Contábeis, Goiânia, 2016.
Bibliografia. Apêndice.
Inclui siglas, abreviaturas, gráfico, tabelas, lista de figuras, lista
de tabelas.

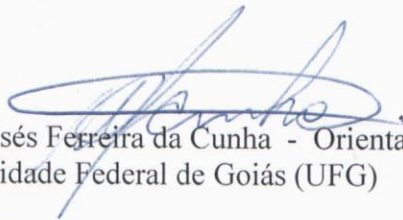
1. Avaliação de Empresas. 2. Fluxo de Caixa Descontado. 3.
Abordagens. I. CUNHA, Moisés Ferreira da, orient. II. Título.

CDU 005

Elaine Livia de Lima e Silva

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS PELO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO: UMA
ANÁLISE DAS ABORDAGENS UTILIZADAS PELAS EMPRESAS QUE REALIZAM
OFERTAS PÚBLICAS DE AÇÕES NO BRASIL

Trabalho de Conclusão de Curso (monografia) submetido e defendido publicamente na Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas (Face) da Universidade Federal de Goiás (UFG) como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis, aprovado pela seguinte Comissão Examinadora:



Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha - Orientador
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Dr. Ercílio Zanolla - Avaliador
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Me. Johnny Jorge de Oliveira - Avaliador
Universidade Federal de Goiás (UFG)

Goiânia (GO), 18 de julho de 2016.

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Fluxo de Caixa Livre da Empresa	18
TABELA 2 – Fluxo de Caixa Livre do Acionista – Medida Direta	21
TABELA 3 – Fluxo de Caixa Livre do Acionista – Medida Indireta	21
TABELA 4 – Análise de Frequência	28
TABELA 5 – Teste Qui-Quadrado	29

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – Abordagens Utilizadas	27
GRÁFICO 2 – Análise de Frequência	28

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – Mapa Perceptual – Associação entre empresa avaliadora e setor.....	29
---	----

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

FCC – Fluxo de Caixa de Capital

FCLA – Fluxo de Caixa Livre do Acionista

FCLE – Fluxo de Caixa Livre da Empresa

FCd – Fluxo de Caixa da Dívida

GD – Ganho da Dívida

VPA – Valor Presente Ajustado

WACC – Custo Médio Ponderado de Capital

RESUMO

Nesta pesquisa, teve-se como objetivo analisar quais são as abordagens utilizadas pelas empresas que realizam oferta pública de ações, na avaliação pelo método do fluxo de caixa descontado. A análise foi realizada utilizando-se os laudos de avaliação do banco de dados de Oferta Pública de Aquisição de Ações disponível no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) entre os anos de 2006 e 2016, considerando-se 94 laudos de avaliação pelo método do Fluxo de Caixa Descontado. As empresas foram classificadas de acordo com os setores apresentados, respectivamente, em cada laudo de avaliação. Para testar a hipótese, foi utilizado o teste de Análise de Frequência, que apresenta análise dos padrões que se repetem no texto. Adicionalmente, foi feita a Análise de Correspondência para analisar a relação de interdependência entre a empresa avaliadora, abordagem utilizada pelo método do Fluxo de Caixa Descontado e setor de atuação da empresa avaliada. Através da Análise de Frequência, obteve-se que as abordagens utilizadas pelas empresas da amostra foram Fluxo de Caixa Livre do Acionista e Fluxo de Caixa Livre da Empresa, estando 67% de acordo com a abordagem do modelo apresentado e 33% com inconformidade e/ou insuficiência de informação. Através da Análise de Correspondência, obteve-se que a relação “empresa avaliadora – setor” rejeitou a hipótese nula do teste Qui-quadrado de independência das variáveis, sendo possível estabelecer associação entre a empresa que realiza a avaliação e o setor de atuação da empresa avaliada. Os resultados da pesquisa permitiram concluir que a maioria dos laudos de avaliação está de acordo com a abordagem do modelo apresentado. Por outro lado, os laudos que apresentaram inconformidades podem provocar distorções nas informações, apresentando viés e levando a tomadas de decisões equivocadas e inexatas.

Palavras Chaves: Avaliação de Empresas, Fluxo de Caixa Descontado, Abordagens.

SUMÁRIO

1 – INTRODUÇÃO	11
1.1 – Apresentação e Caracterização do Problema de Pesquisa	11
1.2 – Objetivos da Pesquisa	13
1.3 – Justificativa / Relevância da Pesquisa	13
1.4 – Hipóteses da Pesquisa	13
1.5 – Estrutura da Pesquisa	14
2 – REVISÃO TEÓRICA	15
2.1 – Fluxo de Caixa Descontado	15
2.2 – Fluxo de Caixa Livre da Empresa	18
2.3 – Fluxo de Caixa de Capital	20
2.4 – Fluxo de Caixa Livre do Acionista	20
2.5 – Valor Presente Ajustado	22
3 – MÉTODO DA PESQUISA	25
3.1 – Tipologia da Pesquisa	25
3.2 – Amostra e População da Pesquisa	25
3.3 – Teste de Hipótese	26
3.3.1 – Teste de Análise de Frequência	26
3.3.2 – Teste de Análise de Correspondência	26
4 – APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS.....	27
4.1 – Análise de Frequência	27
4.2 – Análise de Correspondência	29
5 – CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS	31
6 – REFERÊNCIAS	32
7 – APÊNDICE	34

1 INTRODUÇÃO

1.1 Apresentação e Caracterização do Problema da Pesquisa

A avaliação de empresas é o processo de apuração do valor de determinada entidade. Esse procedimento fornece os dados que possibilitam, por exemplo, compra e venda de negócios; fusão, cisão e incorporação de empresas; dissolução de sociedades; liquidação de empreendimentos; privatizações; avaliação da geração de valor para os acionistas e empresas; entre outros. Sobre a avaliação de empresas, Assaf Neto (2006, p.585) destaca:

A definição de valor de uma empresa é uma tarefa complexa, exigindo uma coerência e rigor conceituais na formulação do modelo de cálculo. Existem diversos modelos de avaliação, embutindo todos eles certos pressupostos e níveis variados de subjetividade.

Existem várias formas para se calcular o valor de uma empresa, sendo o método do fluxo de caixa descontado o mais apropriado para empresas em continuidade. Nesse método, parte-se da premissa que o valor de um ativo é o valor presente dos fluxos de caixa previstos sobre o mesmo. De acordo com Assaf Neto (2006, p.598):

[...] Esse método de cálculo de valor [...] está voltado para apuração da riqueza absoluta do investimento – valor presente de um fluxo de benefícios econômicos líquidos de caixa esperados no futuro -, estando perfeitamente consistente com o objetivo enunciado das finanças corporativas de maximização do valor da empresa.

Para Eliseu Martins (2000, p.34):

[...] esse é o critério mais utilizado nos processos de avaliação de empresas para fins de negociação, fusão, cisão, privatização etc. O alvo é sempre o caixa e, no fundo, o que interessa é o futuro; tomamos decisões hoje para procurar maximizar nossos benefícios futuros.

O cálculo para obtenção da estimativa de valor da empresa, segundo o método do Fluxo de Caixa Descontado, pode variar de acordo com a empresa e com a economia em que se aplica, necessitando de adaptações, por exemplo, quando a empresa se encontra em dificuldades, quando a empresa é cíclica, quando a empresa possui ativos não utilizados, quando a empresa é de capital fechado, entre outros.

Damodaran (2007, p. 15) destaca que “[...] a avaliação não é um exercício objetivo, e qualquer prejulgamento ou viés que um analista traga ao processo afetará o valor”. Um cuidado especial deve ser tomado com o uso das taxas de desconto, pois o erro mais freqüente nas avaliações está ligado à inversão da sua utilização. O uso de uma taxa de desconto

inadequada pode levar a resultados inconsistentes de avaliação, e uma avaliação errada pode influenciar diretamente na tomada de decisões e no valor da empresa.

A avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado é realizada através de abordagens e a escolha do método varia de acordo com as características da empresa que está sendo avaliada. Nesta pesquisa, serão analisadas as abordagens do Fluxo de Caixa Livre da Empresa, Fluxo de Caixa de Capital, Fluxo de Caixa Livre do Acionista e Valor Presente Ajustado.

O Fluxo de Caixa Livre da Empresa, também chamado de Fluxo de Caixa Descontado da Firma, é composto por todos os fluxos de caixa acumulados de todos os detentores de direitos na empresa, incluindo os detentores de obrigação, além dos investidores em patrimônio líquido. Através desse método, é determinado o potencial de geração de riqueza da empresa decorrente de suas características operacionais. Nesse caso, o fluxo de caixa é descontado pelo custo médio ponderado de capital (WACC) e o modelo tem como premissa que a taxa de desconto é constante.

O Fluxo de Caixa de Capital é uma variante do Fluxo de Caixa Livre da Empresa. No Fluxo de Caixa de Capital, os fluxos são calculados pelo valor contábil, ao contrário do Fluxo de Caixa Livre da Empresa em que são calculados pelo valor de mercado.

O Fluxo de Caixa Livre do Acionista é obtido projetando-se o fluxo de caixa operacional livre, considerando-se os investimentos e desinvestimentos, e, em seguida, analisando também os aspectos de financiamento. Nesse caso, o fluxo é descontado ao custo do capital próprio. Esse método tem como premissa que o acionista deve retirar o caixa excedente às necessidades operacionais além dos dividendos e que fará aporte de capital na atividade operacional, em caso de necessidade, para a garantia da continuidade da empresa.

O Valor Presente Ajustado segue o pressuposto que, ao calcular o fluxo de caixa de uma empresa, ignora-se a forma como esta empresa é financiada. Ou seja, assume-se que a empresa seja totalmente financiada pelo patrimônio. Nessa abordagem, o risco dos benefícios fiscais deve ser igual ao risco do credor e o fluxo deve ser descontado pelo custo da dívida.

Tomando como base os dados dos laudos de avaliação das empresas de capital aberto que realizam oferta pública de ações, esta pesquisa busca responder o seguinte problema: Quais são as abordagens utilizadas pelas empresas nas avaliações pelo método do fluxo de caixa descontado e se estão de acordo com a abordagem do modelo apresentado?

1.2 Objetivos da Pesquisa

O objetivo geral da pesquisa é analisar quais são as abordagens utilizadas pelas empresas que realizam oferta pública de ações, na avaliação pelo método do fluxo de caixa descontado.

Os objetivos específicos são:

- Relacionar as abordagens utilizadas com a abordagem do modelo apresentado;
- Analisar a relação de interdependência entre a empresa avaliadora, abordagem utilizada pelo método do Fluxo de Caixa Descontado e setor de atuação da empresa avaliada.

1.3 Justificativa / Relevância da Pesquisa

Este trabalho justifica-se pela contribuição que trará aos usuários das informações contábeis, aos acionistas e investidores principalmente, quanto ao conhecimento do processo de avaliação de empresas, ao trazer um estudo sobre as abordagens utilizadas no método do Fluxo de Caixa Descontado, que é o mais utilizado nas empresas em continuidade.

A pesquisa é relevante porque apresenta as abordagens utilizadas pelas empresas da amostra e o referencial teórico de cada uma delas, abordando os cálculos utilizados para se obter o valor da entidade através do método do Fluxo de Caixa Descontado e contribuindo para um melhor entendimento dos acionistas, investidores e demais usuários sobre o processo de avaliação de empresas.

Este trabalho é relevante aos estudos existentes por tratar da avaliação de empresas de forma direcionada às empresas brasileiras de forma prática. Distingue-se por não tratar o assunto apenas em aspectos teóricos, realizando um estudo prático nas empresas que realizam oferta pública de ações a fim de demonstrar o nível de correspondência dos laudos de avaliação com a teoria de finanças corporativas apresentada.

1.4 Hipótese da Pesquisa

O presente estudo busca examinar a seguinte hipótese afirmativa:

H1: As abordagens utilizadas pelas empresas brasileiras que realizam oferta pública de ações, na avaliação pelo método do fluxo de caixa descontado, estão de acordo com a abordagem do modelo apresentado.

1.5 Estrutura da Pesquisa

O presente trabalho está estruturado em cinco capítulos. O capítulo 1 apresenta o contexto da pesquisa a ser realizada e define seus objetivos, sendo dividido em cinco subseções: a primeira subseção apresenta a base para o problema, justificativa e a pergunta da pesquisa; a segunda subseção apresenta os objetivos da pesquisa; a terceira subseção apresenta a justificativa e a relevância da pesquisa; a quarta subseção apresenta a hipótese da pesquisa; e a quinta subseção tem a intenção de apresentar melhor o objetivo do estudo.

O capítulo 2 traz o suporte teórico da pesquisa, onde são feitas as revisões bibliográficas, a apresentação do processo de avaliação de empresas pelo método do Fluxo de Caixa Descontado e as abordagens do Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE), Fluxo de Caixa de Capital (FCC), Fluxo de Caixa Livre do Acionista (FCLA) e Valor Presente Ajustado (VPA).

No capítulo 3 é apresentada a metodologia utilizada no desenvolvimento da pesquisa, enfatizando suas características, a amostra de dados, as variáveis consideradas e os procedimentos estatísticos que foram utilizados para alcançar os resultados propostos.

No capítulo 4 são apresentados os dados estatísticos e os testes realizados para a hipótese proposta nesta pesquisa, juntamente com as tabelas e a análise dos resultados obtidos.

No capítulo 5 são apresentadas as considerações finais e a conclusão da pesquisa.

2 REVISÃO TEÓRICA

2.1 Fluxo de Caixa Descontado

As Finanças Corporativas vêm evoluindo de forma consistente ao longo do tempo no quesito conceitual e técnico. A partir da década de 1920, as finanças empresariais foram motivadas a evoluir de forma a atender a crescente complexidade assumida pelos negócios e operações do mercado, fazendo com que, nos dias atuais, a área financeira passasse de uma postura conservadora e de aceitação dos fatos para uma posição questionadora e reveladora de fenômenos financeiros.

Até a década de 1920, as finanças corporativas enfatizavam os instrumentos do mercado de capitais voltados à captação de recursos. Após esse período, passaram a priorizar os aspectos internos das organizações e a estrutura organizacional, enfoque reforçado com a depressão econômica de 1929/30 que tornou o estudo também preocupado com a liquidez e solvência das empresas.

Na década de 1940 a meados dos anos 50, o foco voltou a ser as decisões externas, sem maior destaque às decisões internas. Entre 1958 e 1961, Modigliani e Miller questionaram o conhecimento existente sobre a estrutura de capital e demonstraram que, em mercados sob condições ideais, o valor de mercado de uma empresa seria dado pela lucratividade e riscos de seus ativos, independentemente do seu financiamento e de sua política de dividendos. Na década de 1960, surgiu o modelo CAPM (*capital asset pricing model*), utilizado até os dias atuais para determinar o custo de capital das empresas.

Esta abordagem mais contemporânea da teoria de finanças tem sua atenção voltada para as decisões tomadas pelas empresas quanto a investimento e financiamento, de modo a promover riqueza dos acionistas, minimizar os riscos e tornar eficaz a alocação dos recursos. Dessa forma, as decisões financeiras beneficiarão, além dos investidores da empresa, a riqueza de toda a economia. Este objetivo das finanças empresariais é medido pelo valor que a empresa alcança e reflete as expectativas dos acionistas em relação ao resultado das decisões que foram tomadas, de modo que baixa qualidade de decisões financeiras trará desvalorização do valor da empresa no mercado e melhores decisões trarão valorização.

De modo geral, o objetivo da empresa é a criação de valor para os seus proprietários, incorporando um intervalo de tempo, o retorno esperado e o risco associado aos resultados previstos, premissas que estão presentes no método de avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado. Este método é considerado por vários autores o mais coerente e ajustado ao objetivo de maximização da riqueza da empresa (ASSAF NETO, 2008).

Segundo Damodaran (2007, p. 17) “na avaliação pelo fluxo de caixa descontado, partimos da premissa de que o valor de um ativo é o valor presente dos fluxos de caixa previstos sobre o ativo [...]”.

Para Assaf Neto (2006, p. 598):

A avaliação de uma empresa para a Teoria de Finanças volta-se, essencialmente, a seu valor intrínseco, o qual é função dos *benefícios econômicos esperados de caixa*, do risco associado a esses resultados previstos e da *taxa de retorno requerida* pelos proprietários de capital e tratada na metodologia de avaliação de empresas pelo custo médio ponderado de capital (WACC) [...].

No método do fluxo de caixa descontado, o valor presente do ativo é identificado com base na taxa de desconto apropriada para a remuneração dos proprietários de capital, que reflete o custo de oportunidade, e o risco é incorporado na avaliação econômica do investimento. O método, de acordo com Assaf Neto (2006, p. 599), “[...] incorpora o pressuposto de que um investidor somente abre mão de um consumo atual em troca de um consumo maior no futuro, levando em consideração o conceito do valor do dinheiro no tempo”.

É importante analisar, no processo de avaliação, a forma como os fluxos de caixa esperados são distribuídos ao longo do tempo. Para isso, os fluxos são projetados em um horizonte de tempo para, então, apurar, das entradas e saídas de caixa, a riqueza líquida no momento presente (o valor da empresa).

Considerando a perpetuidade e a manutenção dos valores de fluxo de caixa, e que esses fluxos cresçam todo ano a uma taxa constante, a fórmula do fluxo de caixa descontado pode ser descrita da seguinte forma, de acordo com Cunha; Martins e Neto (2014, p. 252):

$$V = \frac{E(FC)}{K - g}$$

V = o valor de uma empresa

$E(FC)$ = valor dos fluxos de caixa esperados

K = risco associado aos fluxos

g = taxa de crescimento constante

Partindo do pressuposto que a duração de uma empresa é indeterminada, existe certa dificuldade na previsão de fluxos de caixa por longos períodos. Segundo Damodaran (2007, p.79) “nos modelos de fluxo de caixa descontado [...] geralmente solucionamos esse problema pela estimativa de fluxos de caixa por um período [...] e um valor terminal ao final do período”. Nesse cálculo, pressupõe-se que os fluxos de caixa crescerão a uma taxa estável e que esta poderá ser mantida por tempo indeterminado após o ano terminal. Pode ser formulado da seguinte maneira, de acordo com Damodaran (2007, p.79):

$$\text{Valor de uma empresa} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Fluxo de caixa esperado } t}{(1+r)^t} + \frac{\text{Valor terminal } n}{(1+r)^n}$$

De acordo com James; Koller (2000, p. 80), “os fluxos de caixa futuros de uma empresa descontados a uma taxa que reflita o potencial de riscos são os mesmos todo lugar.” Ainda que, independente do lugar, os fluxos de caixa futuros sejam os mesmos, existem formas diferentes de se avaliar uma empresa, mesmo utilizando, todas elas, o mesmo método de fluxo de caixa descontado. Para Damodaran (2007, p.6 - 7):

Há três maneiras de classificar os modelos DCF. Na primeira, diferenciamos a avaliação de um negócio segundo a premissa da continuidade operacional [...] em contraposição a um conjunto de ativos. Na segunda, estabelecemos uma distinção entre avaliar o patrimônio líquido de um negócio e avaliar o negócio em si. Na terceira, definimos duas formas diferentes e equivalentes de fazer a avaliação DCF, em complemento à abordagem de fluxo de caixa previsto – um valor baseado nos retornos em excesso e no valor presente ajustado [...].

A avaliação pelo método do fluxo de caixa descontado pode ser abordada das seguintes formas: Avaliação da empresa, em que o negócio é avaliado como um todo e os fluxos de caixa utilizados são anteriores ao pagamento de dívida e posteriores à necessidade de reinvestimento. Também é conhecido como Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE); O Fluxo de Caixa de Capital (FCC) que é o Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE) mais os fluxos de caixa da dívida (FCd) a valor contábil; Avaliação patrimonial, em que o risco patrimonial do negócio é avaliado e são utilizados os fluxos de caixa posteriores ao pagamento de dívida, despesas com juros e necessidade de reinvestimento. Também é conhecido como Fluxo de Caixa Livre do Acionista (FCLA); e o Valor Presente Ajustado

(VPA) que, ao contrário das outras abordagens, parte dos fluxos de caixa de uma empresa sem alavancagem.

2.2 Fluxo de Caixa Livre da Empresa

O Fluxo de Caixa Livre da Empresa é utilizado para avaliar a empresa antes do fluxo de caixa da dívida, determinando a capacidade de geração de caixa proveniente das operações da empresa. Essa abordagem tem como premissa que o valor da empresa é obtido através do desconto dos fluxos de caixa esperados para a empresa pela média ponderada do custo de capital (WACC) e que a taxa de crescimento estável será sustentada em perpetuidade.

Segundo Assaf Neto; Guasti Lima (2014, p.789), a estrutura do Fluxo de Caixa Livre da Empresa pode ser descrita da seguinte maneira:

Tabela 1 – Fluxo de Caixa Livre da Empresa

Fluxo de Caixa Projetado
Receitas
(-) Custos e desp. Operac.
= Ebitda
(-) Depreciação
= Ebit
(-) IR 34%
= Nopat
(+) Depreciação
(-) Capex
(-) Var. Invest. Giro
= FCLE

Fonte: elaborado pelo autor

O Fluxo de Caixa Livre da Empresa será o caixa gerado pela atividade operacional da empresa menos o caixa consumido com as atividades de investimento. Apenas os dados referentes às operações e à atividade fim da empresa deverão constar no cálculo da avaliação, o que exige do avaliador um critério de seleção e ajuste dos dados.

Segundo Damodaran (2007, p.134):

Duas condições devem ser atendidas na aplicação desse modelo [...]. Primeiro, a taxa de crescimento utilizada no modelo deve ser menor ou igual à taxa de crescimento da economia [...]. Segundo, as características da empresa devem ser consistentes com as premissas de crescimento estável. Em especial, a taxa de reinvestimento usada para estimar os fluxos de caixa livres para a empresa deve ser compatível com a taxa de crescimento estável.

O valor da empresa pode ser formulado como o valor presente dos fluxos de caixa livres esperados para a empresa. Dessa forma, de acordo com Damodaran (2007, p.135), a fórmula de cálculo da avaliação pelo Fluxo de Caixa Livre da Empresa, como princípio básico, pode ser representada pela seguinte fórmula:

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t}$$

WACC = Média ponderada do custo de capital

FCFF_t = Fluxo de caixa livre para a empresa no ano t

De acordo com Cunha (2011, p. 31), o valor presente do fluxo de caixa livre esperado para o próximo período pode ser descrito da seguinte maneira:

$$VP = \frac{FCLF_1}{WACC - g_n}$$

VP = Valor presente

$FCLF_1$ = Fluxo de caixa livre esperado para o próximo período

WACC = Custo de capital médio ponderado

g_n = Taxa crescente mantida em perpetuidade

O custo médio do capital ponderado (WACC) é obtido através do cálculo da média ponderada de todos os custos de financiamentos utilizados por uma empresa, tanto de curto como também de longo prazo. Essa taxa de desconto deve representar os diferentes custos de capital associados, por considerar diferentes fontes de capital, e o ganho projetado pelos investidores considerando o risco associado ao negócio. Representa o retorno exigido sobre o capital investido e, de acordo com Endler (2004, p. 9) pode ser definido pela seguinte fórmula:

$$\text{WACC} = K_{pl} \frac{PL}{PL + D} + K_d \frac{D}{PL + D}$$

K_{pl} = Custo do patrimônio líquido

K_d = Custo da dívida após impostos

PL = Patrimônio líquido a valor de mercado

D = Dívida a valor de mercado

Uma grande vantagem do modelo é a incorporação dos custos e benefícios da tomada de empréstimos, mas requer informações sobre razões de endividamento e taxa de juros para estimar o WACC, além de ser possível que as reais questões de sobrevivência da empresa sejam ofuscadas ao se manter o foco em fluxos de caixa antes da dívida.

2.3 Fluxo de Caixa de Capital

O cálculo do valor da empresa pelo Fluxo de Caixa de Capital (FCC) vai de encontro com a avaliação pelo Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE). A diferença entre eles é que o FCC é o resultado do Fluxo de Caixa Livre da Empresa (FCLE) mais o Fluxo de Caixa da Dívida (FCd).

Para alguns autores, como Arditti & Levy (1977), o valor da empresa deve ser calculado através do Fluxo de Caixa de Capital, e não do Fluxo de Caixa Livre da Empresa. Pela abordagem do FCC, os fluxos são descontados pelo custo médio do capital ponderado (WACC) antes dos impostos, o que, segundo Fernández (2005, p. 6), pode ser demonstrado da seguinte maneira:

$$D + E = PV[WACC; FCF] = PV[WACC_{BT}; CCF]$$

Onde $WACC_{BT}$ é descrito por:

$$WACC_{BT} = Ke \frac{E_{t-1}}{E_{t-1} + D_{t-1}} + Kd \frac{D_{t-1}}{E_{t-1} + D_{t-1}}$$

No FCC, o modelo calcula os pesos da dívida e do patrimônio líquido pelo valor contábil, e não pelo valor de mercado como ocorre no Fluxo de Caixa Livre da Empresa.

2.4 Fluxo de Caixa Livre do Acionista

Sobre o método do Fluxo de Caixa Livre do Acionista, Soute *et al* (2008, p. 6) destaca:

No fluxo de caixa do acionista, primeiramente projeta-se o fluxo de caixa operacional livre, onde são considerados os desembolsos necessários a todos os tipos de investimento, em capital de giro ou fixo, bem como eventuais fluxos provocados por desinvestimentos; a seguir, os aspectos de financiamento (pagamento de juros e amortização de dívidas, bem como ingressos de novos endividamentos) são incluídos na análise. Nesse caso, o desconto dos fluxos de caixa do acionista é efetivado ao custo do capital próprio.

Esse método tem como premissa: o acionista deverá retirar o montante de caixa excedente à necessidade operacional além dos dividendos, já que ele sempre terá outra opção de investimento que produzirá, pelo menos, o custo do seu capital próprio; se a atividade operacional necessitar de aporte de capital, o acionista o fará, garantindo assim sua continuidade; o FCLA será distribuído aos acionistas após o pagamento de dívidas, impostos e investimentos; e pressupõe-se uma taxa de crescimento estável constante.

O foco da avaliação, pelo enfoque do Fluxo de Caixa Livre do Acionista, é o investimento dos detentores de capital próprio da empresa, e o valor é obtido descontando-se os fluxos de caixa esperados pelos detentores de capital próprio, após a dedução de despesas, pagamento de juros e principal da dívida, a uma taxa de retorno que reflita o risco desses investimentos na empresa. De acordo com Damodaran (2007, p.107):

Quando investidores compram ações de empresas de capital aberto, geralmente esperam obter dois tipos de fluxo de caixa: dividendos durante o período de manutenção da ação e uma previsão de preço ao final desse período. Como essa previsão de preço é em si determinada por dividendos futuros, o valor de uma ação pode ser formulado como o valor presente de dividendos em perpetuidade.

De acordo com Cunha (2011, p. 36), uma medida direta da estrutura para mensuração do fluxo de caixa livre do acionista pode ser descrita da seguinte maneira:

Tabela 2 – Fluxo de Caixa Livre do Acionista – Medida Direta

Lucro Líquido
(+) Depreciação
(-) Mudança de capital de giro
(-) Investimento no ativo fixo
(-) Pagamento do principal da dívida
(+) Novas captações de dívidas
= Fluxo de caixa livre do acionista

Fonte: elaborado pelo autor

De acordo com Fernández (2002, p. 42), uma medida indireta da estrutura para mensuração do fluxo de caixa livre do acionista pode ser descrita da seguinte maneira:

Tabela 3 – Fluxo de Caixa Livre do Acionista – Medida Indireta

Fluxo de caixa livre da firma
(-) Pagamento de juros líquido após impostos
(-) Pagamento do principal da dívida
(+) Novas captações de dívidas
= Fluxo de caixa livre do acionista

Fonte: elaborado pelo autor

Em outras palavras, o Fluxo de Caixa Livre do Acionista será o caixa gerado pela atividade operacional da empresa menos o caixa consumido com as atividades de investimento e financiamento. No cálculo da avaliação devem constar apenas os dados referentes às operações e à atividade fim da empresa, retirados da Demonstração de Fluxo de Caixa.

Segundo Cunha (2011, p. 36), o valor do patrimônio líquido pode ser obtido a partir da seguinte equação:

$$VPL_0 = \frac{(E)FCLA_1}{K_e - g}$$

VPL_0 = Patrimônio Líquido

$(E)FCLA_1$ = Fluxo de Caixa Livre do Acionista esperado no próximo período

K_e = Taxa de retorno esperada

g = Taxa de crescimento estável

O modelo apresenta como limitação o fato de que a taxa de crescimento deve ser igual ou menor do que a taxa de crescimento nominal esperada para a economia da qual a empresa faz parte. No Brasil, devido a uma grande volatilidade nos valores da taxa de crescimento das empresas de capital aberto, não é possível delinear uma tendência de comportamento estável, além da reduzida capacidade de reinvestimento das empresas brasileiras. Dessa forma, no cenário brasileiro, o modelo apresenta dificuldades para aplicação prática.

2.5 Valor Presente Ajustado

A abordagem pelo Valor Presente Ajustado busca estimar o valor esperado do benefício e do custo da dívida de forma separada do valor dos ativos operacionais. O método segue a lógica de que, quando se calcula o fluxo de caixa de uma empresa, ignora-se como esta é financiada. Inicia-se com o valor da empresa sem a dívida e, ao acrescentá-la, considera-se o efeito líquido sobre o valor e são levados em consideração os benefícios e os custos do empréstimo.

De acordo com Damodaran (2007, p.146):

Na abordagem APV, determinamos o valor da empresa em três passos. Começamos por estimar o valor da empresa sem nenhuma alavancagem. Depois consideramos o valor presente das economias em juros geradas por tomar emprestada certa quantia em dinheiro. Finalmente, avaliamos o efeito do empréstimo mediante a probabilidade de falência da empresa e do custo esperado da falência.

A estimativa do valor da empresa não alavancada pode ser realizada descontando-se o fluxo de caixa livre esperado para a empresa pelo custo não alavancado do patrimônio líquido. Supondo-se uma taxa de crescimento constante em perpetuidade, obtém-se a seguinte fórmula, de acordo com Damodaran (2007, p.146):

$$\text{Valor da empresa não alavancada} = \frac{FCFF_0(1 + g)}{P_u - g}$$

$FCFF_0$ = Fluxo de caixa operacional após impostos

P_u = Custo não alavancado do patrimônio líquido

g = Taxa de crescimento esperado

No método do Valor Presente Ajustado, o valor da empresa alavancada é igual ao da empresa sem dívida mais o valor presente dos benefícios fiscais menos o aumento do risco de falência. O valor do benefício fiscal esperado, decorrente do nível de endividamento, é uma função da alíquota da empresa e, para refletir o grau de risco do fluxo de caixa, é descontado do custo da dívida. Pode ser obtido através da seguinte fórmula, de acordo com Damodaran (2007, p.146):

$$\text{Valor dos benefícios fiscais} = \frac{(\text{alíquota do IR})(\text{Custo da dívida})(\text{Dívida})}{\text{Custo da dívida}}$$

Para estimar o custo esperado da falência e o efeito líquido do endividamento sobre o risco de inadimplência, é necessário estimar a probabilidade de inadimplência com a dívida adicional e os custos de falência. Damodaran (2007, p.147) apresenta a seguinte fórmula:

$$VP \text{ do custo esperado de falência} = (P_f)(VP_f)$$

P_f = Probabilidade de falência

VP_f = Valor presente do custo de falência

De forma geral, essa abordagem oferece uma análise mais apurada dos efeitos colaterais causados no valor da empresa pela dívida. Para captar esses efeitos, é necessário adicionar um componente aos cálculos, denominado Ganho da Dívida.

O Ganho da Dívida (GD) é a diferença entre o valor presente do fluxo de caixa de capital de terceiros medido pelo custo de oportunidade do capital de terceiros e o mesmo fluxo medido pelo custo de oportunidade do capital próprio. O valor do Ganho da Dívida pode ser expresso, segundo Cunha (2011, p. 29), da seguinte maneira:

$$GD = FCd \frac{(K_e - K_d)}{(K_e \times K_d)}$$

FCd = Fluxo de caixa perpétuo da dívida

K_e = Custo do capital próprio

K_d = Custo da dívida

Dessa forma, pela abordagem do Valor Presente Ajustado, segundo Cunha (2011, p. 29), o valor da empresa poderá ser expresso da seguinte maneira:

$$V_L = V_u + BF_u + GD$$

V_L = Valor da empresa com dívida

V_u = Benefícios gerados pelos ativos da empresa sem dívida

BF_u = Benefício fiscal para a empresa da dívida

Independente de como a empresa seja realmente financiada, nesse método deve-se partir da visão que a empresa é totalmente financiada pelo patrimônio e que os fluxos de saída necessários sejam produzidos pelos acionistas, assim como os fluxos de entrada fluam para eles.

3 MÉTODO DA PESQUISA

3.1 Tipologia da Pesquisa

A pesquisa é caracterizada como descritiva, pois tem a finalidade de observar e analisar os fenômenos, sem a interferência do pesquisador, procurando perceber a frequência com que o fenômeno acontece.

O estudo baseia-se na coleta de dados secundários, sendo realizada pesquisa documental delimitada às informações de avaliação de empresas disponíveis no site da CVM.

Trata-se de uma pesquisa qualitativa. De acordo com Martins;Theóphilo (2009, p.141) “Uma das principais características da pesquisa qualitativa é a predominância da descrição”, os dados coletados são predominantemente descritivos, existe uma preocupação com o processo e com o significado, além de proporcionar uma análise indutiva dos dados.

3.2 Amostra e População da Pesquisa

A base de dados para a realização desta pesquisa foi extraída do banco de dados de Oferta Pública de Aquisição de Ações disponível no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), utilizando-se todos os laudos de avaliação das empresas de capital aberto ao longo dos anos de 2006 a 2016, obtendo-se um total bruto de 113 laudos.

A técnica de amostragem utilizada na pesquisa foi a Amostragem não-Probabilística ou não-Aleatória, pois, neste método, segundo Fávero *et al* (2009, p.99), “[...] a probabilidade de cada elemento da população fazer parte da amostra não é igual e, portanto, as amostras selecionadas não são igualmente prováveis.” Os dados relevantes para que cada elemento da base bruta de dados fizesse parte da amostra foram escolhidos de acordo com os objetivos da pesquisa.

Na amostra, foram utilizados apenas os laudos de avaliação pelo método do Fluxo de Caixa Descontado. Dessa forma, foram excluídos os 19 laudos que utilizaram outros métodos de avaliação, resultando em uma amostra composta por 94 laudos.

3.3 Teste de Hipóteses

De acordo com Fávero *et al* (2009, p.110), “O objetivo do teste de hipóteses é fornecer um método que permita verificar se os dados amostrais trazem evidências que apóiam ou não uma hipótese formulada.”

Os testes utilizados para a obtenção dos resultados da pesquisa foram o Teste de Análise de Frequência e o Teste de Análise de Correspondência.

3.3.1 Teste de Análise de Frequência

A análise de frequência é um método estatístico utilizado para decifrar mensagens criptografadas através da análise dos padrões que se repetem no texto criptografado.

Levando em consideração que o presente trabalho trata-se de uma pesquisa descritiva, foi utilizado o teste de análise de frequência com o objetivo de relacionar as variáveis obtidas com o levantamento dos dados.

3.3.2 Teste de Análise de Correspondência

A análise de correspondência é uma técnica exploratória que trata da distribuição de frequências resultantes de duas variáveis qualitativas, buscando explicitar a associação entre categorias dessas variáveis em um espaço multidimensional.

De acordo com Fávero *et al* (2009, p.272), “a análise de correspondência (ANACOR) é uma técnica que exhibe as associações entre um conjunto de variáveis categóricas não métricas em um mapa perceptual, permitindo, desta maneira, um exame visual de qualquer padrão ou estrutura nos dados”.

No contexto do presente estudo, foi utilizada a análise de correspondência através do programa SPSS com o objetivo de analisar a relação de interdependência entre a empresa avaliadora, abordagem utilizada pelo método do Fluxo de Caixa Descontado e setor de atuação da empresa avaliada.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

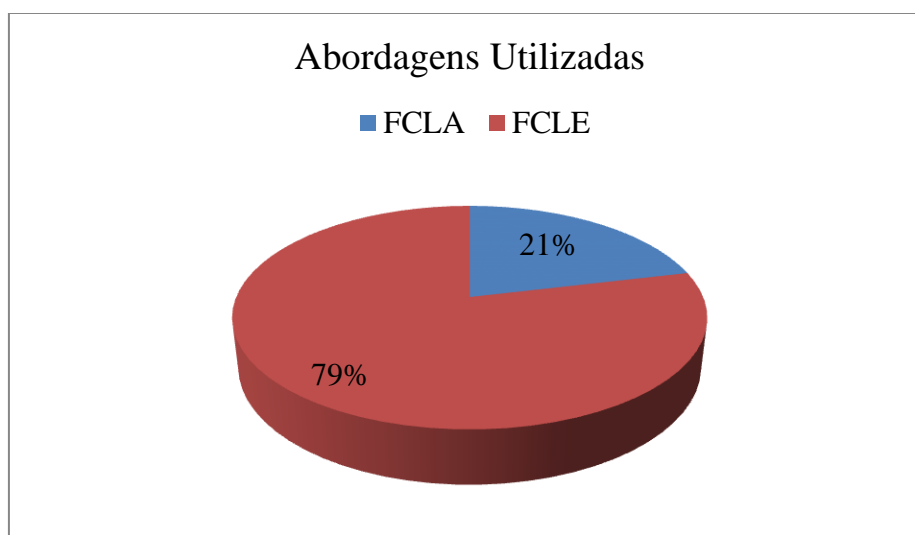
Neste capítulo serão apresentados os dados e sua respectiva análise. O setor de cada uma das empresas que compõem a amostra de dados foi definido de acordo com os parâmetros e definições das próprias empresas e constam nos laudos de avaliação.

4.1 Análise de Frequência

Foi realizada análise de frequência com o objetivo de relacionar as variáveis obtidas com o levantamento dos dados.

Na pesquisa, foram apresentadas as quatro abordagens da avaliação pelo método do Fluxo de Caixa Descontado que são mais comumente utilizadas pelas empresas. Através da análise de frequência, em relação à amostra selecionada, pode-se perceber que as empresas informaram a utilização das abordagens do Fluxo de Caixa Livre da Empresa e do Fluxo de Caixa Livre do Acionista, apresentando a seguinte proporção:

Gráfico 1 – Abordagens Utilizadas



Fonte: elaborado pelo autor

Do total da amostra, composta por 94 laudos, 20 empresas informaram a utilização da abordagem do Fluxo de Caixa Livre do Acionista e 74 empresas informaram a utilização da abordagem do Fluxo de Caixa Livre da Empresa.

Para analisar se a abordagem utilizada nos laudos avaliados está de acordo com a abordagem do modelo apresentado, cada laudo foi analisado individualmente através de leitura e

comparação com os modelos de avaliação apresentados no referencial teórico, e a amostra foi dividida em quatro grupos: a) Abordagem Indicada; b) Conforme a Teoria Apresentada; c) Não Está Conforme a Teoria Apresentada; d) Não Identificado.

Tabela 4 – Análise de Frequência

Abordagem Indicada	Conforme a Teoria Apresentada	Não Está Conforme a Teoria Apresentada	Não Identificado	Total de Laudos
FCLA	8	8	4	20
FCLE	55	14	5	74
TOTAL	63	22	9	94

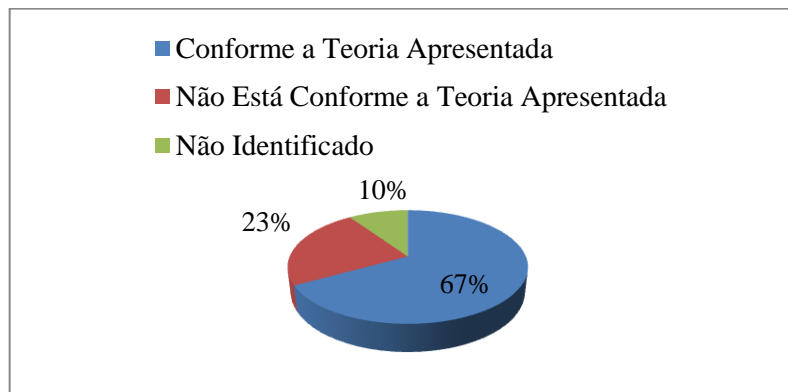
Fonte: elaborado pelo autor

Como é apresentado na tabela, pode-se perceber que, dos 20 laudos em que foi indicada a abordagem do Fluxo de Caixa Livre do Acionista, apenas 8 estão de acordo com o modelo teórico apresentado nesta pesquisa. Em 8 laudos foi observado que, ou a avaliação foi realizada por uma abordagem diferente da indicada, ou o modelo apresentado para avaliação não está de acordo com a abordagem do modelo apresentado. Em 4 laudos foi observado que não houve divulgação do modelo utilizado para a realização da avaliação.

Dos 74 laudos em que foi indicada a abordagem do Fluxo de Caixa Livre da Empresa, 55 estão de acordo com o modelo teórico apresentado nesta pesquisa. Em 14 laudos foi observado que, ou a avaliação foi realizada por uma abordagem diferente da indicada, ou o modelo apresentado para avaliação não está de acordo com a abordagem do modelo apresentado. Em 5 laudos foi observado que não houve divulgação do modelo utilizado para a realização da avaliação.

Analisando o total da amostra, em termos percentuais, obtém-se a seguinte distribuição:

Gráfico 2 – Análise de Frequência



Fonte: elaborado pelo autor

Pode-se perceber, através da análise percentual da amostra, que mais da metade dos laudos estiveram de acordo com a abordagem do modelo apresentado. Entretanto, mais de 30% da amostra selecionada encontrou-se com inconformidades e/ou insuficiência de informação relevante para identificação.

4.2 Análise de Correspondência

Para analisar as relações de interdependência entre as variáveis qualitativas, com a técnica de Análise de Correspondência (ANACOR), aplicou-se o teste Qui-quadrado a um nível de significância de 5%.

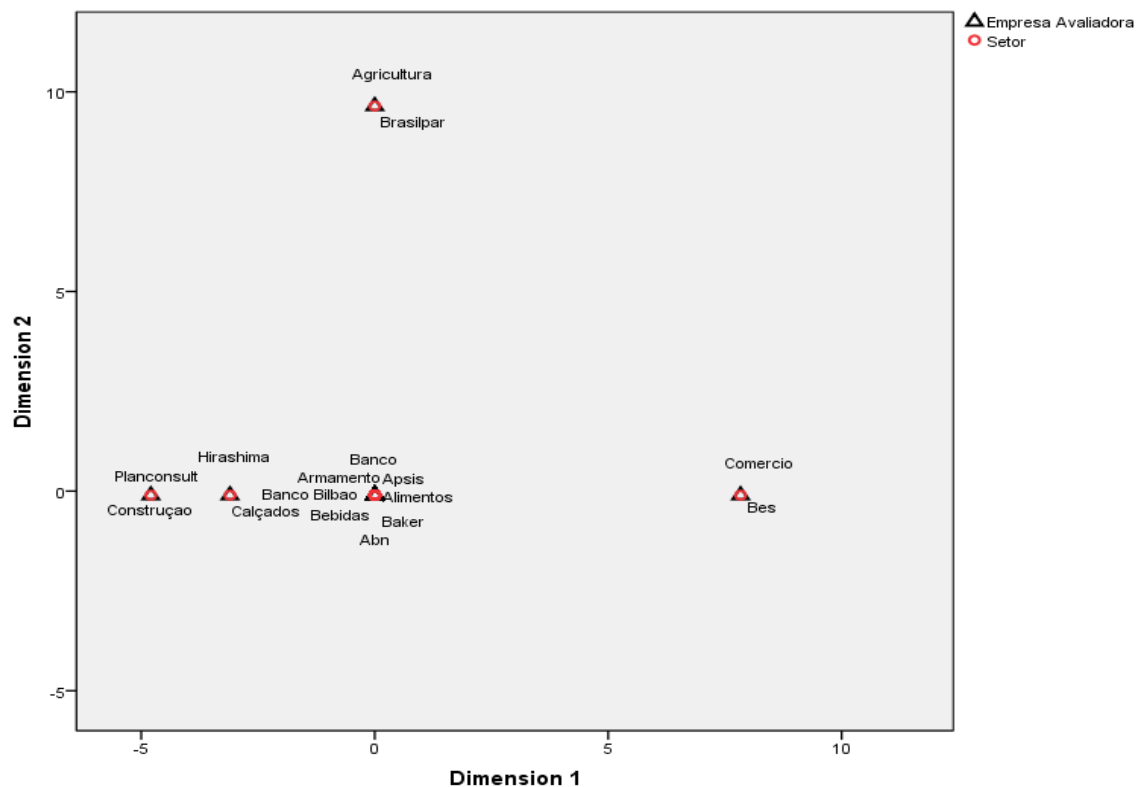
Tabela 5 - Teste Qui-quadrado

	Associações Aceitas	Significância	Hipótese
Anacor	empresa avaliadora - abordagem	0,173	não rejeita
	empresa avaliadora - setor	0,000	rejeita

Fonte: elaborado pelo autor

Entre as possíveis associações, somente a relação “empresa avaliadora – setor” rejeitou a hipótese nula do teste Qui-quadrado de independência das variáveis, com a qual foi possível a aplicação da técnica citada.

Figura 1 – Mapa Perceptual – Associação entre empresa avaliadora e setor



Fonte: elaborado pelo autor

Na Anacor, associou-se a empresa avaliadora com o setor de atuação da empresa avaliada. Constata-se, por meio do mapa perceptual, associação entre: a empresa avaliadora Brasilpar Serviços Financeiros Ltda e o setor de Agricultura; a empresa avaliadora Bes Investimento do Brasil SA Banco de Investimento e o setor de comércio; a empresa avaliadora Planconsult Planejamento e Consultoria Ltda e o setor de construção; e a empresa avaliadora Hirashima e Associados e o setor de calçados. As empresas avaliadoras Apsis Consultoria Empresarial Ltda, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S/A, Baker Tilly Brasil Gestão Empresarial Ltda e Abn Amro Real AS associaram-se aos setores de banco, armamento, alimentos e bebidas.

As associações apresentadas no teste de Análise de Correspondência (ANACOR) demonstram que as empresas avaliadoras executam, majoritariamente, avaliação de empresas pertencentes aos setores em que estão respectivamente associadas.

5 CONCLUSÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nesta pesquisa, teve-se como objetivo analisar quais são as abordagens utilizadas pelas empresas que realizam oferta pública de ações, na avaliação pelo método do fluxo de caixa descontado. Por meio dos resultados obtidos, verificou-se que as abordagens utilizadas nas avaliações foram Fluxo de Caixa Livre do Acionista e Fluxo de Caixa Livre da Empresa.

A análise possibilitou verificar que grande parte das avaliações está de acordo com a abordagem do modelo apresentado neste estudo. Entretanto, 33% delas apresentaram inconformidade, o que pode provocar distorções nas informações relevantes, apresentando viés e levando a tomadas de decisões equivocadas e inexatas.

Adicionalmente, verificou-se a associação entre as variáveis “empresa avaliadora – setor”, demonstrando que as empresas avaliadoras executam, majoritariamente, avaliação de empresas pertencentes a determinados setores da economia.

A pesquisa teve como limitação a teoria de finanças apresentada. Como a teoria de finanças é bastante ampla, outros autores podem apresentar modelos de avaliação diferente dos apresentados nesta pesquisa, que podem estar de acordo com a avaliação realizada e julgada inadequada pelo presente estudo. Para se obter certeza sobre o julgamento das avaliações consideradas inadequadas, é necessário um novo estudo abrangendo outros modelos de avaliação através da abordagem de outros autores.

Este estudo proporciona oportunidades para novos estudos nesta área. Sugere-se, para pesquisas futuras, a utilização de outros modelos de avaliação com abordagem de outros autores, para a obtenção de resultados associados à outra área da teoria de finanças.

6 REFERÊNCIAS

ANACHE, Marcelo de Carvalho Azevedo; LAURENCEL, Luiz da Costa. **Finanças comportamentais: uma avaliação crítica da moderna teoria de finanças**. CADE, v. 12, n.1.

ASSAF NETO, Alexandre. **A superioridade do método do fluxo de caixa descontado no processo de avaliação de empresas**. São Paulo: Instituto Assaf, 2008.

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

ASSAF NETO, Alexandre; GUSTI LIMA, Fabiano. **Curso de administração financeira**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

COPELAND, Tom *et al.* **Avaliação de empresas – valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3. ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2002.

CUNHA, Moisés Ferreira da. **Avaliação de empresas no Brasil pelo fluxo de caixa descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista do desempenho econômico-financeiro**. Tese de Doutorado, Programa de Pós – Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

CUNHA, Moisés Ferreira da; MARTINS, Eliseu; NETO, Alexandre Assaf. **Avaliação de empresas no Brasil pelo fluxo de caixa descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista dos direcionadores de valor nas ofertas públicas de aquisição de ações**. R. Adm., São Paulo, v.49, n. 2, p. 251-266, abr./maio/jun. 2014.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas**. 2. ed. Pearson Education do Brasil, São Paulo, 2007.

ENDLER, Luciana. **Avaliação de empresas pelo método de fluxo de caixa descontado e os desvios causados pela utilização de taxas de desconto inadequadas**. ConTexto, Porto Alegre, v.4, n. 6, 1º semestre, 2004.

FÁVERO, Luiz Paulo *et al.* **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. São Paulo: Campus, 2009.

FERNÁNDEZ, Pablo. **Financial literature about discounted cash flow valuation**. Working paper, WP nº 606, June, 2005.

FERNÁNDEZ, Pablo. **Valuation methods and shareholder value creation**. San Diego: Academic Press, 2002.

JAMES, Mimi; KOLLER, Timothy M. **Valuation in emerging markets**. The McKinsey Quarterly, n. 4, p. 78-85, 2000.

MARTINS, Eliseu. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. Caderno de Estudos, FIPECAFI, São Paulo, v.13, n. 24, p. 28-37, julho/dezembro 2000.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

SAURIN, Valter; JÚNIOR, Newton Carneiro Affonso da Costa; ZÍLIO; Annelise da Cruz Serafim. **Estudo dos modelos de avaliação de empresas com base na metodologia do fluxo de caixa descontado**: estudo de caso. Revista de Ciências da Administração, v. 9, n. 18, p.123 – 148, mai./ago. 2007

SILVA, Maira Jessika Fernandes; CUNHA, Moisés Ferreira da. **Avaliação de micro e pequenas empresas**: a percepção do micro e pequeno empresário no Estado de Goiás sobre o valor da empresa. Race, Joaçaba, v.15, n. 1, p. 137-156, jan./abr.2015.

SOUTE, Dione Olesczuk *et al.* **Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento**. Revista UnB Contábil, v. 11, n. 1-2, p. 1-17, jan.-dez./2008.

7 APÊNDICE

Ano	Contratante	Empresa Avaliada	Empresa Avaliadora	Abordagem
2006	Jari Celulose S.A.	Jari Celulose S.A.	Latinfinance Advisory e Research AS	FCLA
2006	Cia Fabril Mascarenhas	Cia Fabril Mascarenhas	Lopes Filho e Associados Consultores De Investimentos Ltda	FCLE
2006	Imob Asset Participações Ltda	São Carlos Empreendimentos E Participações S.A.	Apsis Consultoria Empresarial SC Ltda	FCLE
2006	Kimberly-Clark Brasil Ind. Com. Prod. Higiene Ltda.	Bacraft S/A Indústria De Papel	InterLink Consultoria De Mercado De Capitais Ltda	FCLA
2006	Banco Central Do Brasil	Banco Do Estado Do Ceará S.A.	Consortio Deloitte Trevisan Souza Campos Zalberg	FCLA
2006	Arcelor Spain Holding SI	Acesita S.A.	Unibanco União De Bancos Brasileiros SA	FCLA
2006	Sidenor Internacional, S.L.	Aços Villares S.A.	Banco Itau Bba SA	FCLA
2006	Teléfonos De México S.A. De C.V.	Embratel Participações S.A.	Abn Amro Real SA	FCLE
2006	Renosa Indústria Brasileira De Bebidas S.A.	Companhia Maranhense De Refrigerantes	Bdo Trevisan	FCLE
2006	América Latina Logística S.A.	América Latina Logística S.A.	Apsis Consultoria Empresarial Ltda	FCLE
2006	América Latina Logística S.A.	Ferroban Ferrovias Bandeirantes S.A.	Apsis Consultoria Empresarial Ltda	FCLE
2006	América Latina Logística S.A.	Ferronorte S.A. - Ferrovias Norte Brasil / América Latina Logística S.A. / Ferroban Ferrovias Bandeirantes S.A.	Banco De Investimentos Credit Suisse	FCLE
2006	Isa Capital Do Brasil S.A.	Companhia De Transmissão De Energia Elétrica Paulista S.A.	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria AS	FCLE
2006	Yara Brasil Agronegócios Ltda.	Fertibrás S.A.	Brasilpar Serviços Financeiros Ltda	FCLE
2007	Plascar Participações Industriais S.A.	Plascar Participações Industriais S.A.	Deloitte Touche Tohmatsu Consultores Ltda	FCLE
2007	Mittal Steel Company N.V.	Arcelor Brasil S.A.	Goldman Sachs	FCLE
2007	Banex S.A Crédito Financiamento E Investimento	Banex S.A Crédito Financiamento E Investimento	Planner Corretora De Valores	FCLA
2007	Sr. Bernardo Sahn	Companhia Eldorado De Hotéis	Llm Consultoria Financeira	FCLA
2007	Dfv Participações S.A.	Companhia Brasileira De Cartuchos	Nexia Auditores e Consultores	FCLE
2007	Weg S.A.	Trafo Equipamentos Elétricos S.A.	Ernst e Young Assessoria Empresarial Ltda	FCLE
2007	Braskem S.A.	Copesul – Companhia Petroquímica Do Sul	Calyon Corporate Finance Brasil Consultoria Financeira Ltda	FCLE

2007	Ultrapar Participações S.A.	Ultrapar Participações S.A. E Grupo Ipiranga	Deutsche Bank	FCLE
2007	Tavex Algodonera S.A.	Santista Têxtil S.A.	Banco JP Morgan SA	FCLE
2007	Rpar Holding S.A.	Magnesita S.A.	Deloitte Touche Tohmatsu Consultores Ltda	FCLE
2008	Sr. Shan Ban Chun	Granóleo S/A Comércio E Indústria De Sementes Oleaginosas E Derivados	Banco De Investimentos Credit Suisse	FCLE
2008	Administração Da Cosan Limited	Cosan S.A.	Deloitte Touche Tohmatsu Consultores Ltda	FCLE
2008	Perdigão S.A E Eleva Alimentos S.A.	Perdigão S.A E Eleva Alimentos S.A.	Banco De Investimentos Credit Suisse	FCLE
2008	Arcelormittal S.A.	Arcelormittal Inox Brasil S.A.	Goldman Sachs	FCLE
2008	Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras	Suzano Petroquímica S.A.	Banco Abn Amro Real SA	FCLE
2008	Saepar Serviços E Participações S.A.	Saepar Serviços E Participações S.A.	KPMG Corporate Finance Ltda	FCLE
2008	Vulcabras Do Nordeste S.A.	Calçados Azaléia S.A.	Hirashima e Associados	FCLA
2008	Vivo Participações S.A.	Telemig Celular Participações S.A. E Telemig Celular S.A.	Goldman Sachs	FCLE
2008	Lanxess Participações Ltda.	Petroflex Indústria E Comércio S.A.	Banco JP Morgan SA	FCLE
2008	Lindencorp Desenvolvimento Imobiliário S.A.	Construtora Adolpho Lindenberg S.A.	Planconsult Planejamento E Consultoria Ltda	FCLA
2008	Semp Toshiba Amazonas S.A.	Semp Toshiba Armazéns Gerais	Nexia Auditores Independentes	FCLE
2008	Fasciatus Participações S.A.	Petroquímica União S.A.	Banco Abn Amro Real SA	FCLE
2008	Anglo American	Ironx Mineração S.A.	Goldman Sachs	FCLE
2008	Cia. Iguazu De Café Solúvel	Cia. Iguazu De Café Solúvel	Lagoa Projetos E Consultoria Financeira Ltda	FCLE
2008	Bertin S.A.	S.A. Fábrica De Produtos Alimentícios Vigor	Banco Bradesco Bbi SA	FCLE
2008	Bertin S.A.	Companhia Leco De Produtos Alimentícios	Banco Bradesco Bbi SA	FCLE
2009	Sadia	Excelsior Alimentos S.A.	Rabobank International Brasil SA	FCLE
2009	Zurich Insurance Company	Companhia De Seguros Minas Brasil	Deloitte Touche Tohmatsu Consultores Ltda	FCLA
2009	A.J. Renner S/A Indústria E Participações	Renner Participações S.A.	Banco Fator SA	FCLA
2009	Ipu Participações S.A.	Abyara Planejamento Imobiliário S.A.	Banco Bradesco Bbi SA	FCLA
2009	Parmalat Brasil S.A. Indústria De Alimentos	Parmalat Brasil S.A. Indústria De Alimentos	Ms Cardim e Associados SC Ltda	FCLE
2009	Indústria Arteb S.A.	Indústrias Arteb S.A.	Planner Corretora De Valores SA	FCLE

2009	Mandala Empreendimentos E Participações S.A.	Globex Utilidades S.A.	Bes Investimento Do Brasil SA Banco De Investimento	FCLE
2009	Companhia Melhoramentos De São Paulo	Melpaper S.A.	Banco Bradesco Bbi SA	FCLA
2009	Amil Assistência Médica Ltda.	Medial Saúde S.A.	Banco Btg Pactual SA	FCLE
2010	Renosa Indústria Brasileira De Bebidas S.A.	Companhia Maranhense De Refrigerantes	Deloitte Touche Tohmatsu Consultores Ltda	FCLE
2010	Gvt (Holding) S.A	Gvt (Holding) S.A	Bnp Paribas Corporate e Investment Banking	FCLE
2010	Transmissora Do Atlântico De Energia Elétrica S.A. – Taesa	Transmissora Aliança De Energia Elétrica S.A.	Banco Itau Bba SA	FCLE
2010	Banrisul S.A. Administradora De Consórcios	Banrisul S.A. Administradora De Consórcios	Bdo	FCLE
2010	Vale Fertilizantes S.A.	Vale Fertilizantes S.A.	Deutsche Bank	FCLE
2010	Brahma 7-B Scotland Lp	Tivit Terceirização De Processos, Serviços E Tecnologia S/A	Banco De Investimentos Credit Suisse	FCLE
2011	C. Sola Participações E Representações S.A.	Sola S.A. Indústrias Alimentícias.	Confiance Inteligencia Empresarial Ltda	FCLE
2011	Fae Administração E Participações S/A	Fae Administração E Participações S/A	Pax	FCLE
2011	Ferragens Aparelhos Elétricos S/A	Ferragens Aparelhos Elétricos S/A	Pax	FCLE
2011	Companhia Bandeirantes De Armazéns Gerais	Companhia Bandeirantes De Armazéns Gerais	KPMG Corporate Finance Ltda	FCLE
2011	Pearson Education Do Brasil Ltda	Pearson Sistemas Do Brasil S.A	Apsis Consultoria Empresarial Ltda	FCLE
2011	Vivo Participações S.A.	Vivo Participações S.A.	Banco De Investimentos Credit Suisse	FCLE
2011	Portx Operações Portuárias S.A	Portx Operações Portuárias S.A / Mmx Mineração E Metálicos S.A.	Banco De Investimentos Credit Suisse	FCLE
2011	Fertilizer Holdings As	Yara Brasil Fertilizantes S.A.	Ernst e Young Assessoria Empresarial Ltda	FCLE
2011	Vale S.A.	Vale Fertilizantes S.A.	Deutsche Bank	FCLE
2011	Folhapar S.A.	Universo Online S.A.	Banco Bradesco Bbi SA	FCLE
2012	All – América Latina Logística S.A.	All – América Latina Logística Malha Norte S.A	Banco J Safra SA	FCLE
2012	Endesa Latinoamérica S.A.	Ampla Investimentos E Serviços S.A.	Pricewaterhousecoopers Corporate Finance e Recovery Ltda	FCLE
2012	Endesa Latinoamérica S.A.	Ampla Energia E Serviços S.A.	Pricewaterhousecoopers Corporate Finance e Recovery Ltda	FCLE
2012	Marisol S.A.	Marisol S.A.	Banco Bradesco Bbi SA	FCLE

2012	Lan Airlines S.A.	Lan Airlines S.A. / Tam S.A.	Banco Bradesco Bbi SA	FCLA
2012	Tenaris S.A	Confab Industrial S.A.	Deloitte Touche Tohmatsu Consultores Ltda	FCLE
2012	Jbs S.A.	Vigor Alimentos S.A	Banco Bradesco Bbi SA	FCLE
2012	Redecard S.A.	Redecard S.A.	Banco De Investimentos Credit Suisse	FCLA
2012	Camargo Corrêa S.A. E Camargo Corrêa Desenvolvimento Imobiliário S.A.	Camargo Corrêa Desenvolvimento Imobiliário S.A.	Banco Santander SA	FCLA
2012	Tele Norte Celular Participações S.A.	Tele Norte Celular Participações S.A.	N M Rothschild e Sons Brasil Ltda	FCLE
2013	Embratel Participações S.A	Net Serviços De Comunicação S.A.	Banco Btg Pactual SA	FCLE
2013	Parati S.A. – Participações Em Ativos De Energia Elétrica	Redentor Energia S.A.	Banco Itau Bba SA	FCLE
2013	Dramd Participações E Administração Ltda.	Rasip Agro Pastoral S.A.	Pricewaterhousecoopers Corporate Finance e Recovery Ltda	FCLA
2013	Amil Participações S.A.	Amil Participações S.A.	Goldman Sachs	FCLE
2013	Vicunha Têxtil S.A.	Vicunha Têxtil S.A.	Baker Tilly Brasil Gestão Empresarial Ltda	FCLA
2013	Fb Participações S.A.	Vigor Alimentos S.A.	Banco Bradesco Bbi SA	FCLE
2014	Brookfield Brasil Participações S.A.	Brookfield Incorporações S.A.	Banco Santander SA	FCLA
2014	Marubeni Corporation	Companhia Iguaçu De Café Solúvel	Banco Bradesco Bbi SA	FCLE
2014	Autometal S.A.	Autometal S.A.	Banco Santander SA	FCLE
2014	M&G Poliéster S.A.	M&G Poliéster S.A.	Banco Fator SA	FCLE
2015	Sequip Investimentos Ltda.	Indústria Verolme S.A. - Ivesa	Confiance Inteligencia Empresarial Ltda	FCLE
2015	British American Tobacco	Souza Cruz S.A.	N M Rothschild e Sons Brasil Ltda	FCLE
2015	Parati S.A. – Participações Em Ativos De Energia Elétrica	Redentor Energia S.A.	Ceres Inteligencia Financeira	FCLE
2015	Pgi Polímeros Do Brasil S.A.	Companhia Providência Indústria E Comércio	Banco J Safra SA	FCLE
2015	Horácio Sabino Coimbra Comércio E Participações Ltda.	Companhia Cacique De Café Solúvel	Rosenberg Partners Consultores Empresariais Ltda	FCLE
2015	Bhg S.A. – Brazil Hospitality Group	Bhg S.A. – Brazil Hospitality Group	N M Rothschild e Sons Brasil Ltda	FCLE
2015	Ccb Brazil Financial Holding – Investimentos E Participações Ltda.	Banco Industrial E Comercial S.A.	Ernst e Young Assessoria Empresarial Ltda	FCLA
2016	Arteris S/A	Arteris S/A	Banco BNP Paraíbas Brasil SA	FCLE
2016	Carlyle	Tempo Participações S/A	Modal	FCLE