



University of  
Texas Libraries



e-revist@s



Centro Unversitário Santo Agostinho

# revistafsa

www4.fsnet.com.br/revista

Rev. FSA, Teresina, v. 19, n.5, art. 6, p. 103-128, mai. 2022

ISSN Impresso: 1806-6356 ISSN Eletrônico: 2317-2983

http://dx.doi.org/10.12819/2022.19.5.6

DOAJ DIRECTORY OF  
OPEN ACCESS  
JOURNALS

WZB  
Wissenschaftszentrum Berlin  
für Sozialforschung



## Análise das Informações dos Laudos de Avaliação de Empresas Conforme Itens Propostos pela CVM

### Analysis of Information from Business Assessment Reports According to Items Proposed by CVM

#### **Cledison Carlos de Oliveira**

Doutorando em Administração pela Universidade Federal de Lavras  
Mestre em Administração pela Universidade Federal de Lavras  
oliveira.cledison@gmail.com

#### **Cláudio Roberto Caríssimo**

Doutorado em Administração pela Universidade Federal de Lavras  
Professor do Magistério Superior da Universidade Federal de Alfenas  
rcarissimo@gmail.com

#### **João Paulo Nascimento Silva**

Doutorando em Administração pelo Universidade Federal de Lavras  
Mestre em Administração pelo Universidade Federal de Lavras  
jpsilvas@gmail.com

#### **Francisval de Melo Carvalho**

Doutorado em Administração de Empresas pela Universidade Presbiteriana Mackenzie  
Professor Associado da Universidade Federal de Lavras  
francarv@dae.ufla.br

#### **Gideon Carvalho de Benedicto**

Doutorado em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo  
Professor Adjunto da Universidade Federal de Lavras  
gideon.benedicto@gmail.com

---

#### **Endereço: Cledison Carlos de Oliveira**

Universidade Federal de Lavras, Departamento de  
Administração e Economia.Campus Da UFLA, Centro.  
37200000 - Lavras, MG – Brasil

#### **Endereço: Cláudio Roberto Caríssimo**

Universidade Federal de Lavras, Departamento de  
Administração e Economia.Campus Da UFLA, Centro.  
37200000 - Lavras, MG – Brasil

#### **Endereço: João Paulo Nascimento Silva**

Universidade Federal de Lavras, Departamento de  
Administração e Economia.Campus Da UFLA, Centro.  
37200000 - Lavras, MG – Brasil.

#### **Endereço: Francisval de Melo Carvalho**

Universidade Federal de Lavras, Departamento de  
Administração e Economia.Campus Da UFLA, Centro.  
37200000 - Lavras, MG – Brasil

#### **Endereço: Gideon Carvalho de Benedicto**

Universidade Federal de Lavras, Departamento de  
Administração e Economia.Campus Da UFLA, Centro.  
37200000 - Lavras, MG – Brasil

**Editor-Chefe: Dr. Tonny Kerley de Alencar  
Rodrigues**

**Artigo recebido em 11/02/2022. Última versão  
recebida em 07/03/2022. Aprovado em 08/03/2022.**

**Avaliado pelo sistema Triple Review: a) Desk Review  
pelo Editor-Chefe; e b) Double Blind Review  
(avaliação cega por dois avaliadores da área).**

**Revisão: Gramatical, Normativa e de Formatação**



## RESUMO

As organizações buscam por parcerias, fusões e aquisições (F&A) na espera de obter economias de escala e ganho de sinergia, de escopo e criação de valor ou até mesmo na entrada em novos mercados. Decidido pela aquisição ou fusão, cabe realizar a avaliação do empreendimento. Os modelos e metodologias de avaliação de empresas foram sendo desenvolvidos ao longo do tempo, tendo como alicerce os pressupostos e informações decorrentes da Teoria de Finanças. As aquisições de sociedades anônimas de capital aberto são realizadas por meio da Oferta Pública de Ações (OPA). No Brasil, a OPA é disciplinada pela Instrução Normativa – IN 361/2002 da Comissão de Valores Mobiliários, devendo estar acompanhadas de um laudo de avaliação das empresas. Esta pesquisa por meio da Análise de Conteúdo buscou evidenciar informações sobre o histórico e visão da empresa, mercado de atuação, critérios e premissas da avaliação, taxa de desconto, dentre outros, constantes nos laudos de avaliação. Evidenciou-se que o item que apresentou maior quantidade de palavras e/ou conjunto de dados foi mercado e setor de atuação. Constatou-se a supremacia da metodologia do Fluxo de Caixa Descontado. Em todos os laudos evidenciaram-se informações sobre conhecimento do negócio e sobre análise estratégica. A Qualificação dos avaliadores apresentou a menor variabilidade de informações, indicando uma certa padronização destes dados. Pode-se considerar que as informações destacadas nos laudos suprem as necessidades de informações dos usuários podendo ser uma ferramenta para minimizar assimetria de informações e erros no *Valuation*. Apesar de não ter sido avaliada a qualidade da informação, pode-se inferir que uma maior quantidade de dados pode oferecer um conteúdo informacional maior, dando assim mais subsídio para tomadas de decisão.

**Palavras-chave:** Fusões e Aquisições. Oferta Pública de Ações. Laudo de Avaliação.

## ABSTRACT

Organizations seek partnerships, fusions and acquisitions (F & A) in expected to obtain economies of scale and gain of synergy, scope and value creation or even at entry into new markets. Decided by acquisition or merger, it is necessary to carry out the evaluation of the enterprise. Business evaluation models and methodologies have been developed over time, with the assumptions and information arising from finance theory. The acquisitions of anonymous public companies are carried out through the public offering of shares (OPA). In Brazil, the OPA is disciplined by the Normative Instruction - in 361/2002 of the Securities and Securities, and must be accompanied by a company assessment report. This research through content analysis sought to evidence information about the company's history and vision, marketing market, criteria and assumptions of evaluation, discount rate, among others, constant in the evaluation reports. It was evidenced that the item that presented a higher amount of words and / or data set was market and industry. The supremacy of discounted cash flow methodology was found. In all reports was evidenced information about business knowledge and strategic analysis. The qualification of the evaluators presented the lower variability of information, indicating a certain standardization of these data. It can be considered that the information highlighted in the Lauds suprem the needs of information of users and can be a tool to minimize asymmetry of information and errors in *Valuation*. Although the quality of the information has not been evaluated, it can be inferred that a greater amount of data can offer larger informational content, thus giving more subsidy for decision-making.

**Keywords:** Fusions and Acquisitions. Public share offer. Evaluation report.

## 1 INTRODUÇÃO

Vários são os motivos que levam as organizações a buscarem por parcerias, fusões ou aquisições, na espera de obter economias de escala e ganho de sinergia, de escopo e criação de valor. Há também a motivação pela entrada em novos mercados internacionais (BERKOVITCH; NARAYANAN, 1993; SETH; SONG; PETTIT, 2000; BROUTHERS, 2000; WESTON; SIU; JOHNSON, 2001; NGUYEN; YUNG; SUN, 2012). As economias de escala derivam de diminuições no custo unitário dos produtos em razão de aumento da produção, incorporação ou fusão das empresas. As economias de escopo por sua vez são definidas em função da distribuição dos custos sobre uma variedade de produtos. Esse movimento por Fusões & Aquisições – F&A – teve franco crescimento no período de 1975 a 2001, atingindo seu ápice em 1999 (WESTON *et al.* 2001).

Dessa forma, o processo de Fusões & Aquisições pode ser um instrumento eficaz para o crescimento e desenvolvimento das organizações, como também na abertura de novos mercados. As operações de F&A podem gerar ganhos tanto para a empresa adquirente quanto para a adquirida, ou seja, com a criação de valor. Por sua vez, há ponderações de autores, tais como Berkovitch e Narayanan (1993), Seth, Song e Pettit (2000), Weston, Siu e Johnson (2001) e Nguyen, Yung e Sun (2012) de que o gerencialismo, caracterizado por problema de agência tende a destruir valor sob determinadas circunstâncias.

Não obstante, decidido pela aquisição ou fusão, cabe realizar a avaliação, ou seja, a valoração do empreendimento. Os modelos e metodologias de avaliação de empresas foram sendo desenvolvidos ao longo do tempo, tendo como alicerce os pressupostos e informações decorrentes da Teoria de Finanças. Pode-se inferir que o paradigma para a determinação do valor de um empreendimento emana da capacidade de a empresa gerar retorno aos investidores, ou seja, de acordo com a rentabilidade do negócio. Os dados para avaliações ou para tomadas de decisão dos investidores são obtidos através de revistas especializadas, notícias, demonstrações financeiras, relatórios da administração, dentre outros. No entanto, nesse processo de decisão pode ocorrer a necessidade de informações mais específicas, que devem ser construídas com fundamentação técnica. Estes documentos são os relatórios de analistas e os laudos de avaliação, que podem ser elaborados por encomenda a critério de uma das partes interessadas em uma operação de compra e venda ou na oferta pública de ações.

No mercado brasileiro, as aquisições de sociedades anônimas de capital aberto são realizadas por meio da Oferta Pública de Ações – OPA, sendo fiscalizado pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM – na qual determina em sua Instrução CMV 361/2002 que a

Oferta Pública de Aquisição de ações de companhia aberta (OPA) será instruída por laudo de avaliação que “refletirá a opinião do avaliador quanto ao valor ou intervalo de valor razoável para o objeto da oferta” (CMV, 2002, p. 43). Esse laudo deve apresentar a devida fundamentação do valor apurado. Araújo (2015) esclarece ainda que a OPA se aplica a procedimentos de aumento de participação societária do acionista controlador, alienação do controle da companhia, aquisição de ações de companhia aberta, aquisição de controle.

Em função dessas determinações da IN 361/2002, as OPA's devem estar acompanhadas de um laudo de avaliação das empresas. Nesses laudos devem constar informações sobre histórico e visão geral da empresa, seu mercado de atuação, critérios e premissas da avaliação, taxa de desconto, informações sobre os avaliadores, dentre outros. Essa exigência é justificada pela tentativa de assegurar um tratamento equitativo aos destinatários, garantindo informações relevantes da empresa objeto da aquisição, oferecendo elementos para uma tomada racional de decisão.

Em face do exposto, o presente estudo tem por objetivo apresentar uma análise da quantidade de informação contidas em determinados itens constantes nos laudos de avaliação de empresas, apresentados à CVM conforme IN 361/2002, como requisito para operações de Oferta Pública de Ações (OPA). O procedimento para essa análise será a Análise de Conteúdo. Os dados serão obtidos por meio dos laudos de avaliação dispostos publicamente no site da CVM, havendo o levantamento quantitativo de palavras e/ou conjunto de dados constantes nesses laudos.

As contribuições desse artigo estão nos pontos fundamentados no referencial teórico e na parte empírica. Em seu aspecto teórico esse artigo inicia trazendo estudos que investigaram os motivos das empresas em realizarem fusões e aquisições, o que, conforme transcrito a seguir, não se resume somente a estratégias de ampliação do negócio. Além do mais, considera-se relevante a exposição desse viés estratégico em publicações da área contábil, contribuindo para ampliação do conhecimento em áreas e visões distintas. Ainda, são apresentados os pressupostos teóricos da teoria de finanças que fundamentam a avaliação, ou seja, a precificação de uma empresa. Quanto às contribuições empíricas, esse trabalho traz a utilização da Análise de Conteúdo como procedimento para evidenciar a estrutura dos laudos de avaliação, tanto nas normas da CMV quanto da AICPA e a construção de unidades de registro decorrentes dessa estrutura. Tais procedimentos podem auxiliar avaliadores e peritos contadores quanto a aspectos a serem abordados em laudos de avaliação. Dessa forma, essa pesquisa pode oferecer inferências quanto à atenção dada a cada item do laudo de avaliação. Apesar da apresentação de quantidade de informação não garantir a qualidade

desta, pode ser um indicador quantitativo da atenção dada ao item, tanto em termos de evidenciação dos dados, quanto para comparação entre textos.

Dessa forma esse artigo é dividido em 05 (cinco) partes, iniciando pela introdução, seguindo pelo referencial teórico fundamentado na teoria sobre fusões e aquisições, teoria de finanças, relatando ainda sobre procedimentos e conceitos nas ofertas públicas de ações e sobre os relatórios e laudos de avaliação. Na terceira parte são apresentados os procedimentos metodológicos, seguidos pela coleta e análise dos dados, finalizando com as considerações finais nos quais são apresentadas as impressões e achados do artigo.

## 2 REFERENCIAL

### 2.1 Fusões e Aquisições e tipos de operações

Vários são os motivos que levam as organizações a buscarem por parcerias, fusões ou aquisições. De acordo com Besanko *et al.* (2006), diversas são as vantagens advindas da ampliação da organização, citando, dentre outros aspectos, economias de escala e de escopo. As economias de escala derivam de diminuições no custo unitário dos produtos em razão de aumento da produção, diluindo assim os seus custos fixos e/ou buscando tecnologias que auxiliam o processo produtivo diminuindo os custos variáveis e até mesmo os fixos. Muitos processos de Fusões e Aquisição são planejados em função da economia de escala e/ou de escopo, que poderá ocorrer em razão da incorporação ou fusão das empresas. As economias de escopo por sua vez são definidas em função da distribuição dos custos sobre uma variedade de produtos. Dessa forma a firma busca utilizar sua planta da fábrica ou até mesmo serviços e transporte, combinando produtos distintos resultando também em diluição de custos e evitando capacidade ociosa que também gera custo (BESANKO *et al.*, 2006).

Pesquisas apontam que os três maiores motivos para F&A são a busca por sinergia, agência e arrogância (BERKOVITCH; NARAYANAN, 1993). Weston, Siu e Johnson (2001) complementam citando que a busca por sinergias resulta em economias de escala e também minimização dos custos de transação. Para Berkovitch e Narayanan (1993), fundamentados em diversos trabalhos, a sinergia como justificativa para um processo de F&A assume que essa pode acarretar criação de valor para o acionista em função dos ganhos que poderão ser obtidos e que há correlação positiva entre os ganhos por sinergia com os ganhos totais obtidos. Seth, Song e Pettit (2000) esclarecem que a sinergia tem por objetivo fazer com que o valor da empresa combinada seja maior que a soma do valor das duas isoladamente. O motivo

de Agência deriva da ideia básica de que as aquisições podem resultar de esforços dos gerentes, com argumentação de que a F&A pode gerar ganho para o acionista, porém por trás dessa intenção existe o desejo do gerente em garantir seu bem-estar. Já os motivos decorrentes de arrogância dos gestores se fazem presentes quando gerentes, sob a justificativa de gerar sinergia para a firma, forçam F&A pagando valores superiores ao valor justo, motivados por excesso de confiança na viabilidade de aquisição e comportamentos irracionais, porém cometendo erros no *Valuation* (BERKOVITCH; NARAYANAN, 1993; SETH; SONG; PETTIT, 2000).

Uma das teorias mais influentes para explicar as decisões de ampliar as fronteiras de atuação das empresas é a Teoria dos Custos de Transação, proposta inicialmente por Coase na década de 1930. Mais tarde, os pressupostos dessa teoria foram ampliados, todavia autores argumentam que nos últimos anos pouco houve de contribuições novas sobre esse campo de pesquisa. Tais restrições são justificadas por determinados desafios a serem superados, tais como a expansão de pesquisas empíricas e com maior refinamento e limitações no aprofundamento desses estudos (GEYSKENS; STEENCAMP; KUMAR, 2006). Não obstante, outros estudos apontam que essas tomadas de decisão em operações de F&A se relacionam com a possibilidade de comprar ou produzir, aquisições ou alianças ou ainda decisões de duas ou mais firmas em se aliarem. Essas questões derivam de condições, tais como uma empresa escolher entre alianças ou comprar, em contraponto a outra que avaliará a possibilidade de aliança ou de venda (VILLALONGA; MCGAHAN, 2005). Cumpre ressaltar que a questão central da teoria dos Custos da Transação busca responder qual transação é mais eficaz, se realizada dentro de uma empresa (integração vertical) ou fora dela, por terceiros (governança do mercado).

Conforme Brouthers e Brouthers (2000), a entrada em novos mercados internacionais representa outro motivo para F&A, podendo a empresa adquirente escolher entre a aquisição de participação no empreendimento; aquisição total do empreendimento ou ainda criar uma nova empresa (Greenfield). Essa entrada em novos mercados, motivada também pelos ganhos obtidos referentes a Custos de Transação e melhor sinergia, é ainda incentivada por aprimoramento, busca pelo desenvolvimento de capacidades, absorção de ativos intangíveis, dentre outros (BROUTHERS; BROUTHERS, 2000). Anand e Delios (2002), por sua vez, argumentam que a busca por capacidades de fluxo de saída dos produtos (jusante) representadas pela rede de distribuição, limitações de entrada de marcas estrangeiras, publicidade são determinantes e relevantes para estratégias em investimentos internacionais.

Outra motivação para as F&A é a busca pela obtenção e controle do conhecimento, posto que tais ativos não estão disponíveis no mercado, principalmente quando decorrentes de vantagem competitiva. No entanto, aquisições de empresas, como por exemplo, serviços de saúde, software e equipamentos médicos de precisão, podem conter variáveis negativas, como a assimetria de informações, tanto na parte operacional do negócio, quanto nas premissas e variáveis financeiras utilizadas para o processo de valoração. Coff (1999) disserta sobre esse aspecto, relatando que a quantidade de informação assimétrica pode também depender das bases de conhecimentos disponibilizadas pelo vendedor e do conhecimento do negócio pelo comprador. Compradores operantes em atividades relacionadas às da empresa adquirida têm uma capacidade maior de avaliar as metas, uma vez que estão mergulhados na base desse conhecimento.

Nguyen, Yung e Sun (2012) destacam que o processo de fusão tende a criar valor em curto prazo para o acionista da empresa fundida, todavia observam que, apesar de haver vários estudos sobre o tema, as motivações para as fusões são inconclusivas. Os autores declaram que existem diversos motivos, dentre os quais elencam o Market Timing, agência, busca por sinergia dentre outros.

Essa atividade de Fusões & Aquisições de empresas representou negócios que tiveram franco crescimento desde 1975 a 2001, tendo o ponto máximo em 1999, todavia com queda acentuada em 2001. Esse crescimento nesse tipo de operação, conforme Weston *et al.* (2001), deveu-se em grande parte a mudanças de forças, caracterizadas pelos autores como mudanças tecnológicas, busca por economias de escala e de escopo, o processo de globalização da economia e a abertura desses novos mercados, economia favorável na década de 1990 proporcionando recursos para as aquisições, dentre outras motivações.

O processo de Fusões & Aquisições pode ser um instrumento eficaz para o crescimento e desenvolvimento das organizações, como também na abertura de novos mercados. Não obstante, há entendimentos que F&A não trazem tanto crescimento à empresa adquirida principalmente quando essa já trabalha de forma eficiente (capacidade máxima), não havendo assim tanta estimativa de melhora/crescimento (WESTON *et al.*, 2001).

Dessa forma e tendo por base os estudos de Berkovitch e Narayanan (1993), Seth, Song e Pettit (2000), Weston, Siu e Johnson (2001) e Nguyen, Yung e Sun (2012), depreende-se como motivação relevante para F&A a busca por sinergia e que essa hipótese relaciona-se com ganhos tanto para a empresa adquirente quanto para a adquirida, ou seja, com a criação de valor. Por sua vez esses autores ponderam que o gerencialismo, caracterizado por problema de agência, tende a destruir valor.

No entanto, Pimentel (2004) aponta restrições, como também uma ampliação de outras variáveis a serem analisadas nesses processos, quanto a essa visão neoclássica que trata as entidades como protagonistas de comportamentos maximizadores de lucros e de atuação homogênea, entretanto a Nova Teoria da Firma – NTF – aponta que a existência e/ou a continuidade das firmas demanda um entendimento multidisciplinar, trazendo discussões quanto a aspectos de dentro das organizações, como a racionalidade limitada dos atores, os problemas dos contratos, os custos de transação e os conflitos de agência. Complementa-se os estudos sobre a gestão empresarial na qual sintetizam como pontos cruciais destas a coordenação, a gestão dos incentivos e a gestão do conhecimento (PIMENTEL, 2004).

## **2.2 A Teoria de Finanças e a determinação de valor das empresas**

Apesar de todo esse arcabouço conceitual sobre os determinantes para operações de F&A, motivações, características, restrições, dentre outros aspectos, decidido pela aquisição ou fusão, cabe realizar a avaliação, ou seja, a valoração do empreendimento. Os modelos e metodologias de avaliação de empresas foram sendo desenvolvidos ao longo do tempo, tendo como alicerce os pressupostos e informações decorrentes da Teoria de Finanças.

Damodaram (2005) considera a avaliação de empresas o coração das finanças, variando seus estudos conforme questões como mensuração do valor de um empreendimento, gestão de portfólio e pesquisas sobre empresas que estejam com o valor de mercado inferior ao valor econômico. Lintz (2004) relata que a clássica teoria de finanças se formou a partir das contribuições de Williams em 1938 que construiu as bases para a precificação de ativos financeiros, forjando o conceito do valor de um ativo representado pelo valor presente de seus fluxos de recebimentos futuros. Essa teoria foi encorpada com as contribuições de Markowitz (1952) com a teoria da seleção de portfólios, Modigliani e Miller (1958), com a teoria sobre estrutura de capital e política de dividendos, Sharpe (1964), com o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) e Fama (1970), com a hipótese do mercado eficiente, dentre outros.

Pode-se entender que o paradigma para a determinação do valor de um empreendimento emana da capacidade da empresa de proporcionar retorno aos investidores, ou seja, de acordo com a rentabilidade da empresa/negócio. Outra contribuição a esses modelos financeiros propostos pode ser encontrada em Modigliani e Miller (1958), os quais ressaltam que são dois os critérios para a tomada de decisão racional em investimentos: maximização dos lucros e maximização do valor de mercado.

A Teoria de Finanças busca o entendimento de como os mercados de capitais trabalham, análise e mensuração de riscos como também de ativos financeiros. Dentre as ferramentas desenvolvidas sob os conceitos dessa teoria, tem-se o método do Fluxo de Caixa Descontado, método esse amplamente usado (MYERS, 1984).

Penman e Sougiannis (1998) destacam que fórmulas padronizadas para avaliação de empresas envolvem previsões de ganhos em um horizonte finito, contudo esse processo é permeado de problemas. Evidenciaram que nas avaliações por base em ganhos apurados pelo regime de competência são maiores que os apurados com base e fluxos de caixa descontados ou fluxo de dividendos. Os autores destacam ainda que o Fluxo de Caixa Descontado é a prática mais comum de avaliação, inclusive nas escolas de negócio, porém defendendo modificações nesse método observando determinados efeitos do regime de competência. Relações entre o Fluxo de Caixa Descontado e valor de mercado são reforçadas por Kaplan e Ruback (1995) havendo ainda abordagens analisando fluxos de caixa futuros e dividendos futuros, como referenciado por Nissim e Penman (2001) a qual ressaltam sua relação com as informações contábeis.

Conforme Damodaram (1997), não existe um melhor método para avaliar empresas. A escolha do método a ser utilizado dependerá de cenário específico e de uma variedade de características do ativo ou da empresa avaliada. Nesse mesmo raciocínio, Martins *et al.* (2001) acrescentam que não existe uma fórmula absoluta.

Com o viés das finanças, Martelanc, Pasin e Pereira (2010) destacam que os métodos de avaliação de empresas mais utilizados são: contábil/patrimonial; fluxo de caixa descontado, múltiplos ou avaliação relativa e de EVA/MVA (*Economic Value Added* e *Market Value Added*) e que os bancos de investimento e as empresas de consultoria têm maior preferência pelo método do Fluxo de Caixa Descontado.

Para Fernandez (2002), os métodos de avaliação são divididos em seis principais grupos, destacando que no campo das finanças corporativas o entendimento dos mecanismos dos processos de avaliação de empresas é indispensável. O Quadro 1, abaixo, exemplifica alguns destes métodos por grupo de avaliação, sendo as abordagens variando por modelos contábeis, múltiplos de vendas, apuração do goodwill, fluxos líquidos de caixa futuros, como também baseados em dividendos fechando com modelos baseados em opções:

**Quadro 1 – Grupos de métodos de avaliação de empresas.**

Balço Patrimonial	Resultado Econômico	Misto(Goodwill)	Fluxo de Caixa Descontado	Criação de Valor	Opções
Modelo do valor contábil Modelo do valor contábil ajustado Modelo do valor de liquidação Modelo do valor substancial	Modelo do valor dos lucros Modelo do valor dos dividendos Modelo dos múltiplos de vendas	Modelos: * Clássico * Simplificado da União Europeia * dos peritos contábeis europeus Método indireto Método de compra de lucros anuais Modelo da taxa de risco relativo e de risco livre	Fluxo de Caixa Livre Fluxo de Caixa Patrimonial Fluxo de Caixa do capital Modelo de dividendos Valor Presente Ajustado – APV	<i>Economic Value Added</i> – EVA Fluxo de Caixa do Retorno sobre Investimentos – CFROI	Black e Scholes Opção de Investimento Expansão de projeto Adiamento de Investimento

Fonte: Fernandez (2002, p. 4).

Hitchner (2003) e Laro e Pratt (2005) destacam que as abordagens para determinar o valor de uma empresa podem basear-se no valor justo de mercado (comparações de preços de mercado), no valor do investimento (conforme atributos definidos pelo investidor), no valor intrínseco (baseando em análise fundamentalista) ou no valor contábil (apurado com base nas demonstrações financeiras). Há ainda as abordagens que procuram avaliar a empresa pelos dividendos pagos. Nesse caso, a recompensa ou o valor a ser descontado é a previsão futura de dividendos a serem recebidos. Essa abordagem tomou peso novamente com base nos trabalhos de Ohlson (1995).

Entretanto, nos processos de avaliação de empresas, há o problema da assimetria informacional. A assimetria de informação leva ao dilema da incerteza e do risco de pagar mais pelo empreendimento (COFF, 1999). Essa assimetria pode ainda gerar o problema de seleção adversa, motivando o adquirente a buscar uma redução no preço da venda, motivado por essa ameaça. Partindo desses problemas, Coff (1999) em seu estudo concluiu que a maioria dos compradores tomam medidas para mitigar os dilemas de informação associados com ativos baseados em conhecimento. Essa minimização, para esse autor, é realizada por meio de oferta com menores prêmios de compra/licitação, pagamentos contingentes e tendência a aumentar a informação por meio de longas negociações e evitando ofertas públicas.

### 2.3 Oferta pública de ações

Conforme as contribuições de Berkovitch e Narayanan (1993), Seth, Song e Pettit (2000), Weston, Siu e Johnson (2001) e Nguyen, Yung e Sun (2012), a busca por vantagem competitiva expressa no ganho de sinergia, de escopo e criação de valor, podem levar as organizações a realizarem o processo de aquisição de empresas alvo, sendo que no mercado brasileiro, as aquisições de sociedades anônimas de capital aberto são realizadas por meio da Oferta Pública de Ações - OPA.

Dentre os trabalhos que pesquisaram sobre esse tema, para Ritter e Welch (2002) as operações de OPA têm como causa primária o desejo dos acionistas em aumentar o capital social para a firma e criar uma participação de mercado na qual os fundadores e outros acionistas podem converter suas riquezas em caixa derivado de fluxos futuros. Ainda segundo esses autores, a primeira teoria formal sobre OPA foi apresentada por Zingales (1995) na qual constatou que OPA's são mais fáceis para potenciais adquirentes focados em potenciais *takeovers*, tendo como empresas alvos companhias com ações negociadas publicamente.

Apesar da motivação das OPA's derivarem, por exemplo, por essa busca pelo aumento na estrutura de ativos e de capital, Lowry e Schwert (2002) destacam que os volumes de OPA's e a média dos retornos iniciais nas transações são altamente correlacionados, levando as empresas a tenderem a realizar essas operações nesses períodos de maiores retornos. Corroboram essa observação as evidências de que essas operações tiveram um crescimento a partir da década de 1980, com pontos máximos na década de 1990, passando ainda pela bolha das pontocom no final de 1999 e início dos anos 2000 (RITTER; WELCH, 2002; LOWRY; SCHWERT, 2002).

No Brasil, a Oferta Pública Ações – OPA - é disciplinada pela Instrução Normativa – IN 361/2002 da Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Conforme essa norma, considera-se “OPA a oferta pública efetuada fora de bolsa de valores ou de entidade de mercado de balcão organizado, que vise à aquisição de ações de companhia aberta, qualquer que seja a quantidade de ações visada pelo ofertante” (CVM, 2002). Depreende-se desse instrumento que a OPA se aplica nas negociações realizadas fora dos pregões da bolsa, sendo pertinente em operações na aquisição do controle da empresa ou até mesmo em quantidade relevante para tornar a adquirente uma coligada. Corroboram essa interpretação Araújo (2015) em tese defendida a qual esclarece que a OPA se aplica a procedimentos de aumento de participação societária do acionista controlador, alienação do controle da companhia, aquisição de ações de companhia aberta, aquisição de controle.

Em função dessas determinações da IN 361/2002, as OPA's devem estar acompanhadas de um laudo de avaliação das empresas. Essa exigência é justificada pela tentativa de assegurar um tratamento equitativo aos destinatários, garantindo informações relevantes da empresa objeto da aquisição, oferecendo elementos para uma tomada racional de decisão (CVM, 2002). Conforme IN, o laudo de avaliação deve estar baseado nas demonstrações contábeis da empresa objeto, podendo adicionalmente utilizar informações gerenciais e/ou informações públicas. No laudo devem estar evidenciados os valores apurados pelos seguintes critérios: preço médio ponderado das cotações das ações; valor do patrimônio líquido por ação; valor econômico da empresa (CVM, 2002).

## 2.4 Relatórios e laudos de avaliação

O investidor e demais partes interessadas nas informações sobre determinada empresa as obtêm por meio de revistas especializadas, notícias, demonstrações financeiras, relatórios da administração, dentre outros meios. Há ainda informações mais específicas e construídas por fundamentação técnica, que são os relatórios de analistas e ainda os laudos de avaliação elaborados por encomenda de alguma das partes interessadas em alguma operação de compra e venda ou na oferta pública de ações. Nielsen (2008) argumenta que os usuários da informação complementam seu conhecimento da empresa não só por meio de seus relatórios anuais, como também nos relatórios de analistas. Dentre as suas conclusões apresenta que os relatórios dos analistas dão maior peso às informações sociais e de sustentabilidade, do capital intelectual e da governança corporativa.

Reforçando essa característica de valorizar informações não financeiras, Rogers e Grant (1997) apresentam ainda que tais relatórios detêm considerável imparcialidade, destacando ainda que oferecem *insights* aos usuários da informação como também os riscos da companhia e a qualidade do gerenciamento e das estratégias escolhidas pelas empresas.

A avaliação do valor da empresa é formalizada pelo Laudo de Avaliação. O Laudo de Avaliação ou Relatório de Avaliação de acordo com a *American Institute of Certified Public Accountants – AICPA – SSVS n.01 - em seu Statements on Standards for Valuation Services N.01- Valuation of a Business, Business Ownership Interest, Security, or Intangible Asset*, é a comunicação escrita ou verbal contendo a conclusão sobre o valor apurado da empresa avaliada. No Brasil, o Conselho Federal de Contabilidade – CFC – por meio da Norma Brasileira de Contabilidade – NBC TP 01 da Perícia Contábil, estabelece as normas para avaliação, por exemplo, de ativos e que quando realizados por Perito Contador serão

apresentados por meio do Laudo Pericial Contábil. A Comissão de Valores Mobiliários – CVM – que resumidamente tem a missão de Desenvolver, regular e fiscalizar o Mercado de Valores Mobiliários no Brasil, determina em sua Instrução CMV 361/2002 que a Oferta Pública de Aquisição de ações de companhia aberta (OPA) será instruída por laudo de avaliação que “refletirá a opinião do avaliador quanto ao valor ou intervalo de valor razoável para o objeto da oferta”, devendo apresentar a devida fundamentação do valor apurado.

Tendo por base a conceituação do *Canadian Institute of Chartered Business Valuators* – CICBV (2012), os Relatórios de Avaliação têm a função de fornecer uma conclusão sobre o valor de ações, ativos ou participação em uma empresa mediante três tipos de Relatórios de Avaliação: relatórios de avaliação abrangentes, relatórios de avaliação de estimativa e relatórios de avaliação de cálculo. A elaboração de cada tipo de relatório dependerá do escopo do trabalho a ser acordado entre as partes.

Em pesquisa realizada com 140 usuários de relatórios de avaliação na Austrália, Newell (1999) procurou evidenciar as percepções desses indivíduos sobre a qualidade desses relatórios. Segundo os respondentes, o método do Fluxo de Caixa Descontado foi utilizado 84% das avaliações externas e que as principais razões para a encomenda das avaliações nessas organizações foram para decisões de investimento (93%) e para requisitos legais (89%). Para 96% dos usuários, os relatórios emitidos eram pelo menos adequados para seus propósitos e 85% dos relatórios de avaliação foram considerados com informações suficientes, auxiliando no julgamento para as estimativas de valor de mercado das ações, empresas ou ativos avaliados. A supremacia do Fluxo de Caixa Descontado nos processos de avaliação não é fato novo, podendo arriscar-se a afirmar sobre a institucionalização dessa abordagem, citando, por exemplo, os trabalhos de Myers (1984), Kaplan e Ruback (1995), Dechow, Kothari e Watts (1998), Nissim e Penman (2001), Imam *et al* (2008), Martelanc, Pasin e Pereira (2010), posto que fazem parte do referencial teórico desse artigo.

Encontraram que os analistas fornecem novas informações e interpretações em seus relatórios e que não havia, na amostra estudada, correlação entre a metodologia e a precisão da avaliação realizada pelo analista e a reação do mercado sobre o relatório.

Entretanto, apesar das relevantes contribuições acima citadas e das determinações contidas nas instituições que regulam trabalhos de avaliação de empresas, o procedimento para a sua elaboração pode ser sintetizado. Demirakos, Strong e Walker (2004) trazem em seu trabalho um desenho dos procedimentos para a avaliação de uma empresa, ações ou até mesmo ativos, elaborado por Penman (2001). Para o autor, o passo inicial é representado pelo conhecimento do negócio e compreende também informações sobre uma análise estratégica.

O passo seguinte é a análise de informações contábeis e não contábeis; seguindo, são feitas as especificações, mensurações e estimativas de ganhos futuros. O quarto passo é a conversão das previsões e montagem da avaliação, ou seja, da valoração da empresa, gerando assim material informacional para a negociação. Tais passos ou procedimentos são corroborados nas orientações da AICPA, CVM e também nos laudos de avaliação examinados neste trabalho.

### 3 METODOLOGIA DE PESQUISA

Quanto aos seus objetivos, esta pesquisa será descritiva, posto que busca analisar quantidade de informação contida em determinados itens constantes nos laudos de avaliação de empresas, apresentados à CVM. Para Bardin (1977), a Análise de Conteúdo tem como objetivo apresentar explicitações sistematizadas contidas no conteúdo das mensagens, permitindo dessa forma a realização de deduções lógicas e justificadas.

Quanto à sua abordagem, esta pesquisa será quanti-qualitativa, com predominância da Análise de Conteúdo na forma quantitativa. Cumpre destacar que conforme Michel (2009) estas abordagens não se excluem, podendo se complementar. Dessa forma os procedimentos quantitativos coletam, tabulam, codificam os dados, dentre outros procedimentos, os qualitativos organizam os dados evidenciados permitindo a realização análises críticas, interpretativas, como também inferências sobre o contexto estudado.

A instrumentalização da Análise de Conteúdo realizou-se por meio de unidades de registro construídas em função de itens a constar nos laudos, decorrentes de determinações normativas da CMV por meio da Instrução Normativa 361. Tendo por base as unidades de registro escolhidas, procedeu-se à contagem de palavras e/ou conjunto de dados sobre esses temas. Espera-se que a quantificação de palavras e/ou números desses itens possa oferecer subsídio para a inferência da utilidade e efetividade dos laudos apresentados. Para os propósitos desse artigo, considera-se quantificação de palavras o somatório de palavras utilizadas em cada unidade de registro. Quanto ao conjunto de dados, considerar-se-ão os números apresentados em tabelas, gráficos, demonstrativos, dentre outras formas de apresentação, que mesmo sendo informação quantitativa, colabora para a leitura, interpretação e julgamento do leitor quanto ao item lido.

Foram analisados laudos dos anos de 2013 a 2017, totalizando diferentes cinco anos. Os laudos foram escolhidos por uma amostra não probabilística por conveniência, havendo o cuidado para não serem escolhidos laudos elaborados pelos mesmos avaliadores. Dessa forma, os dez laudos analisados foram elaborados por dez avaliadores distintos.

Os laudos foram baixados no site da CVM, disponíveis em: <http://sistemas.cvm.gov.br/?opa>. Foram analisados os laudos referentes aos anos de 2013 a 2017. Após os laudos terem sido baixados, foi realizada a conversão destes que estão disponibilizados em formato PDF©, para formato Word©, posto que nessa última formatação pode ser feita a contagem de palavras separadamente para cada item do laudo.

Ressalva-se que essa pesquisa não tem a pretensão de generalização de seus dados, condição essa ocorrida mesmo em pesquisas com amostras mais robustas, todavia, os autores entendem que para o propósito desse trabalho de natureza quali-quantitativa e em decorrência dos procedimentos, a análise de dez laudos distintos e elaborados por dez avaliadores diferentes, traz a contribuição necessária para o seu propósito.

#### **4 RESULTADOS E DISCUSSÕES**

Para os objetivos desse trabalho, não foram utilizados softwares especializados em Análise de Conteúdo, posto que não se buscou evidenciar determinados tipos de palavras e seu significado no texto, mas sim a quantidade de palavras e/ou conjunto de dados apresentados nos itens determinados pelas normas da CVM. Dessa forma, foi utilizado o software Microsoft Word© e sua ferramenta “Contar Palavras” para cada item evidenciado nos respectivos laudos. Aclara-se ainda que para a operacionalização e consecução dessa contagem, em determinados arquivos, ajustes de formatação como também marcação do texto foram feitos para que se pudesse realizar a contagem.

Foi realizada uma Análise de Conteúdo adaptada da pesquisa de Nielsen (2008), procurando os itens apresentados nos laudos de avaliação conforme normas da CVM e da AICPA e a quantidade de palavras e/ou conjunto de dados. O levantamento quantitativo da Análise de Conteúdo seguiu o utilizado do Nielsen (2008), porém para essa análise foi realizada a contagem de palavras e/ou conjunto de dados para cada componente do laudo determinado pelas instituições. Essa mudança é justificada pelo fato de considerar-se que nos laudos são apresentadas tabelas, quadros e figuras que sintetizam informações que podem ser relevantes e que podem não estar contidas nas cláusulas de texto, conforme utilizado por Nielsen (2008). Desta forma, infere-se que apesar da apresentação de quantidades de palavras não garantir qualidade da informação gerada, pode ser um indicador quantitativo da atenção dada ao item, tanto em termos de evidenciação dos dados, quanto para comparação entre textos. Os itens mínimos apresentados pela CVM e AICPA estão dispostos no Quadro 2 abaixo:

**Quadro 2 – Unidades de Registro conforme itens do laudo.**

Índice/Sumário
Histórico e visão geral da empresa
Mercado e setor de atuação
Demonst. Contábeis e inform. Gerenciais
Critérios e premissas da avaliação
Ajuste dos dados para avaliação
Pressupostos para a perpetuidade
Métodos de avaliação e fundam.
Taxa de desconto
Avaliação de ativos a valor justo/liquidação
Qualificação dos avaliadores
Declaração do avaliador
Preço médio ponder. Cotação das ações
Valor do Patrimônio Líquido por ação
Valor econômico da Cia. Por ação
Conclusão do valor
Glossário

Fonte: Adaptado de CMV (2002) e AICPA (2007).

Conforme se depreende da análise do Quadro 2, devem constar nos laudos informações sobre histórico e visão geral da empresa, seu mercado de atuação, critérios e premissas da avaliação, taxa de desconto, informações sobre os avaliadores, dentre outros. Esse conjunto de informações e a conclusão têm como objetivo maximizar as informações sobre a empresa, assim como apresentar um determinado valor como base para a negociação.

Em termos da qualidade da informação e determinações mínimas para os laudos de avaliação, não se evidencia diferença relevante entre as determinações apresentadas pela CVM conforme Instrução 361/2002 e pela AICPA conforme *Statement on Standards for Valuation Services No. 1*. Há diferenças nas terminologias em termos literais como também podendo gerar interpretações diferentes, caso seja utilizado um critério de inferência com maior especificação, todavia, para esse estudo, entende-se que tais conteúdos de informação podem guardar em sua essência a mesma relação. Um exemplo é que enquanto o SSVS n.01 da AICPA determina que no laudo deve conter análise da entidade e informações não financeiras, a Instrução 361 da CVM determina que seja apresentado o histórico da empresa, perspectiva de mercado e setor de atuação. Pode-se ver que na primeira instituição a informação está sendo requerida de forma ampla podendo gerar inferências dos avaliadores quanto à sua interpretação e na segunda instituição as determinações são mais precisas. Não obstante, conforme esclarecido anteriormente, para esse trabalho essas discrepâncias não afetarão a análise dos dados.

Diante do exposto, foram evidenciadas as seguintes quantidades de palavras e/ou conjunto de dados conforme Tabela 1 - Evidenciação dos itens conforme IN CVM 361/2002 e AICPA a seguir:

**Tabela 1 - Evidenciação dos itens conforme IN CVM 361/2002 e AICPA.**

Unidades de registro	2017		2016		2015		2014		2013		Soma
	Laudo 1	Laudo 2	Laudo 3	Laudo 4	Laudo 5	Laudo 6	Laudo 7	Laudo 8	Laudo 9	Laudo 10	
Índice/Sumário	1267	538	290	640	589	258	691	542	62	1292	6169
Histórico e visão geral da empresa	1062	398	1067	256	740	923	402	397	307	465	6017
Mercado e setor de atuação	497	68	1274	486	2634	234	169	945	1878	1337	9522
Demonst. Contábeis e inform.	584	673	880	301	665	867	331	750	761	2624	8436
Gerenciais	665	364	2013	1255	829	421	592	567	497	1296	8499
Critérios e premissas da avaliação	615	705	0	422	2415	0	395	477	0	0	5029
Ajustes dos dados para avaliação	104	175	394	44	179	0	61	0	120	129	1206
Pressupostos para a perpetuidade	459	377	330	1132	1185	2885	169	739	136	674	8086
Métodos de avaliação e fundam.	1989	556	360	774	836	579	789	0	472	32	6387
Taxa de desconto	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Avaliação de ativos a valor justo/liquidação	543	640	549	966	715	807	326	474	480	293	5793
Qualificação dos avaliadores	465	219	207	370	135	248	493	240	305	237	2919
Declaração do avaliador	136	17	161	62	224	74	127	260	513	64	1638
Preço médio ponder. Cotação das ações	60	7	36	44	107	42	43	92	106	23	560
Valor do Patrimônio Líquido por ação	500	47	437	213	2581	150	116	674	156	141	5015
Valor econômico da Cia. Por ação	500	47	437	213	112	150	269	281	164	104	2277
Conclusão do valor	637	486	1003	275	278	713	492	679	447	116	5126
Glossário	10083	5317	9438	7453	14224	8351	5465	7117	6404	8827	82679

Fonte: Elaborado pelos autores.

De acordo com os dados apresentados na Tabela 1 - Evidenciação dos itens conforme IN CVM 361/2002 e AICPA, o item que apresentou maior quantidade de palavras e/ou conjunto de dados foi Mercado e setor de atuação com 9.522 registros, seguido por Critérios e premissas na avaliação (8.499) e Demonstrações Contábeis e informações gerenciais (8.436). Tais dados, apesar de conterem mais informação, por exemplo, do que o item Métodos de avaliação e fundamentação (8.086), confirmam a necessidade de informações do mercado e setor de atuação da empresa como fatores macroeconômicos e de mercado que têm influência preponderante nas atividades empresariais. Os critérios e premissas, assim também como as demonstrações contábeis proporcionam as informações e determinantes para a execução dos procedimentos quantitativos da avaliação da empresa.

Apesar de haver a determinação na IN CMV 361/2002 letra b inc. XV do Anexo III acrescentado pela Instrução CVM nº 436/2006, no que se refere à determinação do valor dos ativos embasado nos preços de mercado sob condições de liquidação ordenada, ou de “equivalentes correntes de caixa”, fazendo menção inclusive conforme letra b do inc. XVII, a ativos não monetários tais como terrenos, edificações, instalações, dentre outros, em nenhum dos laudos foram observadas informações quanto à avaliação de ativos a valor justo/liquidação.

Outra informação percebida pelos autores desse artigo, quando da leitura e análise dos laudos é de que apesar das alterações ocorridas na contabilidade brasileira decorrentes à adequação às IFRS - *International Financial Reporting Standards*, disciplinadas pelo CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis, pelas NBC – Normas Brasileiras de Contabilidade e legalizadas pela Lei 11.638/2007 é de que os analistas continuam a utilizar terminologias desconsideradas por tais normas. Um exemplo é que em relevante parte dos laudos analisados é utilizado o termo Resultado Operacional, apesar da exclusão dessa terminologia na Demonstração do Resultado.

O item Métodos de avaliação e fundamentação foi apresentado em todos os laudos avaliados sendo evidenciado dentre estes a supremacia da metodologia do Fluxo de Caixa Descontado, utilizada em 9 dos 10 laudos avaliados, reforçando as observações quanto a esse modelo destacadas por Myers (1984), Kaplan e Ruback (1995), Penman e Sougiannis (1998), Dechow, Kothari e Watts (1998), Nissim e Penman (2001), Imam et al (2008), Martelanc, Pasin e Pereira (2010). Todavia, cumpre ressaltar que nos laudos não são apresentados somente o método do FCD, como também avaliações pelo Valor Patrimonial e pelo Preço

Médio Ponderado do Volume de Negociação das Ações, critério esse determinado por instrução da CVM. Corroborando a preponderância do FCD, constata-se como item a ser mencionado e passível de explicações a serem oferecidas, a taxa de desconto, condição essa para a utilização desse método. Dos 10 laudos avaliados, somente 1 não apresentou informações sobre a taxa de desconto utilizada.

Complementando a análise dos itens constantes nos laudos de avaliação, conforme os propósitos dessa pesquisa, foi elaborada tabela contendo a estatística descritiva dos dados, ampliando assim as inferências que podem ser feitas:

**Tabela 2 – Estatística descritiva.**

	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desv. Pad	Coef. Var
Índice/Sumário	62	1.292	616,90	565,50	400,09	64,9%
Histórico e visão geral da empresa	256	1.067	601,70	433,50	316,06	52,5%
Mercado e setor de atuação	68	2.634	952,20	721,00	834,85	87,7%
Demonst. Contábeis e inform. Gerenciais	301	2.624	843,60	711,50	655,99	77,8%
Crítérios e premissas da avaliação	364	2.013	849,90	628,50	520,86	61,3%
Ajustes dos dados para avaliação	0	2.415	502,90	408,50	725,72	144,3%
Pressupostos para a perpetuidade	0	394	120,60	112,00	115,46	95,7%
Métodos de avaliação e fundam.	136	2.885	808,60	566,50	815,11	100,8%
Taxa de desconto	0	1.989	638,70	567,50	557,28	87,3%
Avaliação de ativos a valor justo/liquidação	0	-	-	-	-	-
Qualificação dos avaliadores	293	966	579,30	546,00	208,91	36,1%
Declaração do avaliador	135	493	291,90	244,00	116,17	39,8%
Preços médio ponder. Cotação das ações	17	513	163,80	131,50	144,10	88,0%
Valor do Patrimônio Líquido por ação	7	107	56,00	43,50	34,66	61,9%
Valor econômico da Cia. Por ação	47	2.581	501,50	184,50	757,89	151,1%
Conclusão do valor	47	500	227,70	188,50	146,88	64,5%
Glossário	116	1.003	512,60	489,00	257,78	50,3%

Fonte: Elaborado pelos autores.

A Tabela 2 – Estatística descritiva, amplia as condições para inferências dos dados, evidenciando que, embora em todos os laudos sejam apresentadas informações sobre os métodos de avaliação e fundamentação, tal item apresentou um coeficiente de variação da ordem de 100,8%, denotando que houve relevante diferença, pelo menos na quantidade de palavras e conjunto de dados no trabalho de avaliação. Dessa forma, alguns laudos apresentaram esse item de forma mais resumida, enquanto outros deram preferência a textos e conjunto de dados em maior volume. Não obstante essa evidência, ressalta-se novamente que nesse estudo não se pretende avaliar a qualidade informacional dos laudos, mas sim a quantidade de palavras e/ou conjunto de dados. Por outro lado, maior quantidade de dados pode oferecer um conteúdo informacional maior, dando assim mais subsídios para tomadas de decisão.

Ainda que o método do FCD tenha sido apresentado nos laudos e referendada a sua supremacia conforme trabalhos citados no corpo desse artigo, percebeu-se que pesquisas acadêmicas, citando Seth (1990a), Seth (2000), Kohers (2000), e Park, Yoon e Kim (2013), avaliaram os retornos das ações e a criação de valor, tanto na adquirente quanto na adquirida para F&A, todavia utilizando como base de dados as variações das ações em determinado período de tempo, antes e após as aquisições; e não com base nas projeções de fluxos de caixa, que também são determinantes para evidenciar tais atributos.

Para efeito deste trabalho, foram utilizadas as mesmas informações e dados dos itens Valor Econômico da Cia por ação e Conclusão do valor, por expressarem o mesmo conteúdo e utilidade da informação, ou seja, a opinião final dos avaliadores quanto ao valor apurado da empresa, com base nas avaliações elaboradas por estes.

Dentre os itens, o que apresentou menor variabilidade na quantidade de informação ofertada foram a Qualificação dos avaliadores (36,1%) e a Declaração dos avaliadores (39,8%). Tal evidência pode indicar uma certa padronização dos dados, o que pode ser confirmado, posto que nos laudos destacaram-se informações referentes à experiência profissional, formação acadêmica, empresas avaliadas, dentre outros aspectos dos avaliadores.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Vários são os motivos que levam as organizações a buscarem por parcerias, fusões ou aquisições ou até mesmo abertura de seu capital. No entanto, decidido pela aquisição ou fusão, como forma de evitar pagar um valor maior pelo empreendimento ou receber um valor menor pela venda, a alternativa é a realização do processo de avaliação de empresas, ou seja,

a valoração do empreendimento. Essa avaliação é tida também pelo nome de *Valuation*. No Brasil, a Comissão de Valores Imobiliários – CMV – expediu a IN 361/2002 que dispõe sobre procedimentos aplicáveis às ofertas públicas de aquisição de ações de companhias abertas, dentre os quais está o laudo de avaliação.

Dessa forma, o objetivo desse artigo foi a apresentação de uma análise da quantidade de informações contidas em determinados itens constantes nos laudos de avaliação de empresas, apresentados à CVM conforme IN 361/2002. Como procedimento de pesquisa, foi utilizada a Análise de Conteúdo, tendo como unidades de registro itens constantes na IN 361/2002. Foram analisados 10 laudos de avaliação entre os anos de 2013 e 2017. Os dados foram obtidos por meio dos laudos de avaliação dispostos publicamente no site da CMV, havendo o levantamento quantitativo de palavras e/ou conjunto de dados constantes nesses laudos.

A Análise de Conteúdo proporcionou a constatação de que o item que apresentou maior quantidade de palavras e/ou conjunto de dados foi Mercado e setor de atuação com 9.522 registros, seguido por Critérios e premissas na avaliação (8.499) e Demonst. Contábeis e informações gerenciais (8.436). Tais dados, apesar de conterem mais informação, por exemplo, do que o item Métodos de avaliação e fundamentação (8.086), confirmam a necessidade de informações do mercado e setor de atuação da empresa como fatores macroeconômicos e de mercado que têm influência preponderante nas atividades empresariais. Evidenciaram-se ainda informações sobre critérios e premissas, como também referentes às demonstrações contábeis.

Apesar de haver a determinação na IN CMV 361/2002 letra b inc. XV do Anexo III, acrescentado pela Instrução CVM nº 436/2006, quanto à determinação do valor dos ativos não monetários, embasado nos preços de mercado sob condições de liquidação ordenada, ou de “equivalentes correntes de caixa”, em nenhum dos laudos foram observadas informações quanto à avaliação de ativos a valor justo/liquidação.

Evidenciou-se a supremacia da metodologia do Fluxo de Caixa Descontado, utilizada em 9 dos 10 laudos avaliados, reforçando as observações quanto a esse modelo destacadas por Myers (1984), Kaplan e Ruback (1995), Penman e Sougiannis (1998), Dechow, Kothari e Watts (1998), Nissim e Penman (2001), Imam et al (2008), Martelanc, Pasin e Pereira (2010). Todavia, cumpre ressaltar que nos laudos não são apresentados somente o método do FCD, como também avaliações pelo Valor Patrimonial e pelo Preço Médio Ponderado do Volume de Negociação das Ações, critério esse determinado por instrução da CVM.

As informações destacadas nos laudos de avaliação suprem as necessidades de informações dos usuários, conforme apontado por Nielsen (2008). Confirmou-se nos laudos avaliados, sem adentrar na qualidade e efetividade desta declaração dos avaliadores sobre os critérios empenhados na avaliação e quanto à imparcialidade na apuração do valor econômico da empresa, corroborando Rogers e Grant (1997) quanto à isenção do avaliador e *insights* aos usuários da informação.

Verificaram-se dentre os itens requerentes nos laudos de avaliação, tanto pela AICPA quanto pela CVM, informações sobre critérios e premissas, taxa de desconto, projeções de fluxos, informações quanto à apuração da perpetuidade, confirmando os achados de Newell (1999) quanto a informações sobre julgamento para as estimativas de valor de mercado das ações, empresas ou ativos avaliados. Quanto a esses aspectos, constatou-se que todos os laudos apresentaram em média 849 palavras e/ou conjunto de dados referentes aos critérios e premissas empregados na avaliação.

Em todos os laudos evidenciaram-se informações sobre conhecimento do negócio e sobre análise estratégica, reforçando as contribuições de Penman (2001) e Demirakos, Strong e Walker (2004) como sendo procedimentos iniciais no processo de avaliação. As informações sobre mercado e setor de atuação apresentaram uma quantidade de palavras e/ou conjunto de dados (1.337) apresentando uma média de 834 por laudo.

Dentre os itens, o que apresentou menor variabilidade na quantidade de informação ofertada foram a Qualificação dos avaliadores (36,1%) e a Declaração dos avaliadores (39,8%), evidenciando uma certa padronização dos dados referentes à experiência profissional, formação acadêmica, empresas avaliadas, dentre outros aspectos dos avaliadores.

Uma restrição que ocorre nos processos de F&A é a arrogância decorrente de excesso de confiança dos gestores, equivocando-se assim na inadequada análise de viabilidade de aquisição, resultando de comportamentos irracionais, dentre os quais pode-se citar erros no *Valuation* (BERKOVITCH; NARAYANAN, 1993; SETH; SONG; PETTIT, 2000). No entanto, os laudos de avaliação podem ser uma ferramenta que minimiza essas restrições, apresentando determinações de valores com fundamentação teórica e empírica, sendo instrumento de diminuição da assimetria informacional presente nessas operações. Ressalva-se ainda como forma de disciplinar a imparcialidade e a efetividade do trabalho, o item Declaração dos avaliadores como item a ser apresentado nos laudos e disposto na IN 361/2002 da CVM.

Diante do exposto e evidenciado nessa pesquisa, foi possível perceber o conjunto e informações requeridas nos laudos de avaliação, a quantidade média de informações desses

itens e se pode haver diferença nas evidenciações e esclarecimentos dependendo do avaliador. Destaca-se ainda que não foi objetivo deste estudo avaliar a qualidade informacional dos laudos, mas sim a quantidade de palavras e/ou conjunto de dados. Todavia, pode-se inferir que uma maior quantidade de dados pode oferecer um conteúdo informacional maior, dando assim mais subsídio para tomadas de decisão.

Registra-se como limitação dessa pesquisa a quantidade dos trabalhos avaliados e a não evidenciação da qualidade desses laudos. Como sugestão para pesquisas futuras, considera-se que a avaliação da qualidade informacional dos laudos apresentados à CVM pode resultar em achados relevantes e esclarecedores sobre procedimentos, métodos utilizados, qualidade da escrita, dentre outros aspectos.

## REFERÊNCIAS

AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS. **Statement on Standards for Valuation Services** No. 1. VS Section 100. Valuation of a Business, Business Ownership Interest, Security, or Intangible Asset, 2007.

ANAND, J.; DELIOS, A. Absolute and relative resources as determinants of international acquisitions. **Strategic Management Journal**, v. 23, n. 2, p. 119-134, 2002.

ARAÚJO, J. A. R. **Avaliação de Empresas: Análise da discrepância entre o valor do laudo de avaliação e o valor de mercado no Brasil**. Tese (doutorado). Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 147 páginas, 2015.

BERKOVITCH, E.; NARAYANAN, M. P. Motives for takeovers: An empirical investigation. **Journal of Financial and Quantitative analysis**, 28(3), 347-362, 1993.

BESANKO, D.; DRANOVE, D.; SHANLEY, M.; SCHAEFER, S. **Economics of strategy**. John Wiley & Sons, 2004.

BROUTHERS, K. D.; BROUTHERS, L. E. Acquisition or greenfield start-up? Institutional, cultural and transaction cost influences. **Strategic Management Journal**, 89-97, 2000.

CANADIAN INSTITUTE OF CHARTERED BUSINESS VALUATORS. **Guidance on Types of Valuation Reports**. Discussion Paper, 2012.

COFF, R. How Buyers Cope with Uncertainty when Acquiring Firms in Knowledge-Intensive Industries: Caveat Emptor. **Organization Science**, v. 10, n. 2, 1999.

CFC. Conselho Federal de Contabilidade. **Resolução n. 2015/NBC TP 01**, de 27 de fevereiro de 2015. Aprova a NBC TP 01 da Perícia Contábil.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CMV. **Instrução CVM nº 361**, de 5 de março de 2002.

DAMODARAN, A. Valuation approaches and metrics: a survey of the theory and evidence. **Foundations & Trends in Finance**, v. 1, n. 8, p. 693-784, 2005.

DECHOW, P. M.; KOTHARI, S. P.; WATTS, R. L. The relation between earnings and cash flows. **Journal of accounting and Economics**, v. 25, n. 2, p. 133-168, 1998.

DEMIRAKOS, E. G.; STRONG, N. C.; WALKER, M. What valuation models do analysts use? **Accounting horizons**, v. 18, n. 4, p. 221-240, 2004.

DUMAY, J.; CAI, L. A review and critique of content analysis as a methodology for inquiring into IC disclosure. **Journal of intellectual capital**, v. 15, n. 2, p. 264-290, 2014.

FERNÁNDEZ, P. **Company valuation methods. The most common errors in valuation.** Working Paper. 25p. Madrid. IESE Business School, 2002. Rev. February.

GEYSKENS, I.; STEENKAMP, J. B. E.; KUMAR, N. Make, buy, or ally: A transaction cost theory meta-analysis. **Academy of management journal**, v. 49, n. 3, p. 519-543, 2006.

IMAM, S.; BARKER, R.; CLUBB, C. The use of valuation models by UK investment analysts. **European Accounting Review**, v. 17, n. 3, p. 503-535, 2008.

KAPLAN, S. N.; RUBACK, R. S. The valuation of cash flow forecasts: An empirical analysis. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 4, p. 1059-1093, 1995.

LINTZ, A. C. **Dinâmica de bolhas especulativas e finanças comportamentais: um estudo aplicado ao mercado de câmbio brasileiro.** Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo (FEA/USP), São Paulo, 246 páginas, 2004.

LOWRY, M.; SCHWERT, W. IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning? **The Journal of Finance**, v. LVII, n. 3, 2002.

MARKOWITZ, H. M. Portfolio selection. **Journal of Finance**, v. 7, n. 1, p. 77-91, 1952.

MARTELANC, R. PASIN, R.; PEREIRA, F. **Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e private equity.** São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

MARTINS, E. *et al.* (Org.). **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica** – FIPECAFI. Atlas, 2001.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

MYERS, S. C. Finance theory and financial strategy. **Interfaces**, v. 14, n. 1, p. 126-137, 1984.

NEWELL, G. The quality of valuation reports in Australia: 1998. **Australian Property Journal**, v. 35, n. 6, p. 512, 1999.

NGUYEN, H. T.; YUNG, K.; SUN, Q. Motives for Mergers and Acquisitions: Ex-Post Market Evidence from the US. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 39, n. 9-10, p. 1357-1375, 2012.

NIELSEN, C. **Through the Eyes of Analysts: A content analysis of the narratives supporting recurrent and fundamental research.** Working Paper Series. Aalborg University. Department of Business Studies. No. 6, 2008.

NISSIM, D.; PENMAN, S. H. Ratio analysis and equity valuation: From research to practice. **Review of accounting studies**, v. 6, n. 1, p. 109-154, 2001.

OHLSON, J. A. "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation." **Contemporary Accounting Research**, v. 11, p. 661-687, 1995.

PARK, H.; YOON, J.; KIM K. Identification and evaluation of corporations for merger and acquisition strategies using patent information and text mining. **Scientometrics**, v. 97, p. 883-909, 2013.

PENMAN, S. H.; SOUGIANNIS, T. A comparison of dividend, cash flow, and earnings approaches to equity valuation. **Contemporary accounting research**, v. 15, n. 3, p. 343-383, 1998.

PIMENTEL, R. F. **Gestão, estratégia e considerações sobre a nova teoria da firma. Relatórios de Pesquisa em Engenharia de Produção**, Programa de Pós-Graduação em Eng. de Produção, v. 4, n. 16, 2004.

RITTER, J. R., WELCH, I. A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. **The Journal of Finance**, v. LVII, n. 4, 2002.

ROGERS, R.; GRANT, J. "Content Analysis of Information Cited in Reports of Sell-Side Financial Analysts", **Journal of Financial Statement Analysis**, v. 3, n. 1, p.14-30, 1997.

SETH, A.; SONG, K. P.; PETTIT, R. Synergy, managerialism or hubris? An empirical examination of motives for foreign acquisitions of US firms. **Journal of international business studies**, v. 31, n. 3, p. 387-405, 2000.

SETH. A. Value creation in acquisitions: a reexamination of performance issues. **Strategic Management Journal**, v.11, p. 99-115, 1990a.

SETH, A. Sources of value creation in acquisitions: an empirical investigation. **Strategic Management Journal**, v.11, p. 431-446, 1990b.

SHARPE, W.F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. **Journal of Finance**, v. 19, n. 4, p. 425-442, 1964.

VILLALONGA, B.; MCGAHAN, A. M. The choice among acquisitions, alliances, and divestitures. **Strategic management journal**, v. 26, n. 13, p. 1183-1208, 2005.

WESTON, J. F.; SIU, J. A.; JOHNSON, B. A. **Takeovers, restructuring & corporate governance**, p. 143-144, 2001.

ZINGALES, L. Insider ownership and the decision to go public. **Review of Economic Studies**, v. 62, p. 425-448, 1995.

**Como Referenciar este Artigo, conforme ABNT:**

OLIVEIRA, C. C; CARÍSSIMO, C. R; SILVA, J. P. N; CARVALHO, F. M; BENEDICTO G. C. Análise das Informações dos Laudos de Avaliação de Empresas Conforme Itens Propostos pela CVM. **Rev. FSA**, Teresina, v.19, n. 5, art. 6, p. 103-128, mai. 2022.

<b>Contribuição dos Autores</b>	<b>C. C. Oliveira</b>	<b>C. R. Caríssimo</b>	<b>J. P. N. Silva</b>	<b>F. M. Carvalho</b>	<b>G. C. Benedicto</b>
1) concepção e planejamento.	X	X	X	X	X
2) análise e interpretação dos dados.	X	X	X	X	X
3) elaboração do rascunho ou na revisão crítica do conteúdo.	X	X	X	X	X
4) participação na aprovação da versão final do manuscrito.	X	X	X	X	X