



Universidade de Brasília

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Departamento de Administração

Curso de Graduação em Administração a distância

EDVALDO DIAS CARVALHO NETO

**MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: Aplicações e
Metodologias.**

Brasília – DF

2010

EDVALDO DIAS CARVALHO NETO

MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: Aplicações e Metodologias.

Monografia apresentada a Universidade de Brasília (UnB) como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Professor Orientador: Especialista em Docência e Metodologia do Ensino Superior, Wilian Gomes Xavier.

Brasília – DF

2010

Carvalho Neto, Edvaldo Dias.

Modelos de Avaliação de Empresas: Aplicações e Metodologias /
Edvaldo Dias Carvalho Neto. – Brasília, 2010.

42 f.: il.

Monografia (bacharelado) – Universidade de Brasília,
Departamento de Administração - EaD, 2010.

Orientador: Prof. Esp. Wilian Gomes Xavier, Departamento de
Administração.

1. Introdução. 2. Referencial Teórico. 3. Métodos e Técnicas de
Pesquisa. 4. Resultados e Discussão. 5. Conclusões e
Recomendações. I. Título.

EDVALDO DIAS CARVALHO NETO

MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: Aplicações e Metodologias.

A Comissão Examinadora, abaixo identificada, aprova o Trabalho de Conclusão do Curso de Administração da Universidade de Brasília do aluno

Edvaldo Dias Carvalho Neto

Esp. Wilian Gomes Xavier
Professor-Orientador-Tutor

MSc. José Carneiro da Cunha Oliveira
Neto
Professor-Examinador-Supervisor

Esp. Wolney Resende de Oliveira
Professor-Examinador

Brasília, 4 de Dezembro de 2010

Dedico este trabalho à minha esposa e à minha filha,
pela compreensão nas ausências constantes e
necessárias durante a realização de todo o curso.

AGRADECIMENTOS

À minha esposa Fernanda e à minha filha, que com amor e carinho, não mediram esforços para que eu vencesse esta etapa da vida.

Ao professor e orientador Wilian Gomes Xavier, pela paciência na orientação e incentivo que tornaram possível a conclusão deste trabalho.

Ao professor Domingos Spezia, por seu apoio e inspiração no amadurecimento dos meus conceitos e conhecimentos.

Obrigado aos professores da UNB, pela amizade e convívio que foram de suma importância em minha trajetória acadêmica.

“Ser competente é acertar um alvo que ninguém acertou; ser administrador é acertar um alvo que ninguém viu.”

Erlandson F. A. Andrade

"A educação faz um povo fácil de ser liderado, mas difícil de ser dirigido; fácil de ser governado, mas impossível de ser escravizado."

Henry Peter

"É melhor tentar e falhar, que preocupar-se e ver a vida passar; é melhor tentar, ainda que em vão, que sentar-se fazendo nada até o final. Eu prefiro na chuva caminhar, que em dias tristes em casa me esconder. Prefiro ser feliz, embora louco, que em conformidade viver..."

Martin Luther King

RESUMO

O presente trabalho pretende identificar e analisar os melhores métodos de avaliação de empresas, suas limitações, aspectos subjetivos e aplicabilidade para cada tipo de negócio, descrevendo-os e demonstrando as vantagens e desvantagens de cada um deles.

Ao analisar individualmente cada método e comparar sua eficácia e interatividade, é possível vislumbrar que os métodos atualmente empregados na precificação das instituições comerciais possuem grande valor se forem conhecidas suas arbitrariedades e deficiências.

Nessa conformidade, e tendo em vista a consecução dos objetivos propostos, foi feita uma pesquisa de campo com aplicação de questionário a sete empresas do ramo de avaliação de empresas, foco da pesquisa. A tabulação dos dados levantados permitiu analisar várias situações. Tais análises são seguidas de sugestões, com base no referencial teórico explorado, que, se postas em prática, poderão contribuir para a evolução e melhoria do processo de avaliação de empresas na área de negócios.

Palavras-chave: Metodologia. Avaliação. Empresa.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 – Formação Acadêmica.....	24
Gráfico 2 – Finalidade das Avaliações.	25
Gráfico 3 – Métodos Mais Utilizados.	26

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

EVA – Valor Econômico Agregado

FCD – Fluxo de Caixa Descontado

FCFE – Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas

F&A – Fusões e Aquisições

IPO – Ofertas Públicas Iniciais

LOL – Lucro Operacional Líquido

P/L – Preço por Lucro da Ação

P/VAP – Preço da Ação pelo Valor Patrimonial

V/EBITDA – Valor da Empresa por seu Lucro Bruto

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
1.1	Contextualização.....	11
1.2	Formulação do problema	11
1.3	Objetivo Geral	12
1.4	Objetivos Específicos.....	12
1.5	Justificativa	13
2	REFERENCIAL TEÓRICO.....	14
2.1	Avaliação Contábil/Patrimonial	15
2.2	Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD).....	16
2.3	Avaliação Relativa ou por Múltiplos	17
2.4	Valor Econômico Agregado (EVA).....	19
2.5	Opções Reais	21
3	MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA	23
3.1	Caracterização da organização, setor ou área	23
3.2	População e amostra ou participantes do estudo	23
3.3	Caracterização do instrumento de pesquisa	24
3.4	Procedimentos de coleta e de análise de dados.....	24
4	RESULTADOS E DISCUSSÃO	29
5	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	33
	REFERÊNCIAS.....	35
	APÊNDICES.....	37
	Apêndice A – Questionário.....	37
	Apêndice B – Gráficos.....	41

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

A avaliação de empresas tem provocado enormes discórdias acadêmicas e profissionais ao longo dos séculos. Com as mudanças econômicas mundiais nos últimos anos, houve várias aquisições e fusões de empresas em vários ramos de negócios. Começa a ser necessário então, uma comparação dos melhores modelos de avaliação de empresas, com o devido reconhecimento de suas limitações e metodologias.

No acirrado ambiente de negócios, a capacidade de estimar corretamente o valor dos ativos de uma empresa é fundamental. Juntando a teoria e a prática de maneira clara e didática, permite que os analistas identifiquem o modelo de avaliação mais adequado a cada negócio. A pesquisa realizada tem o intuito de entender quais as principais finalidades da avaliação de empresas, quais as metodologias mais utilizadas, bem como suas aplicações práticas no mercado.

1.2 Formulação do problema

Os métodos de avaliação de empresas estão se desenvolvendo ao longo dos anos, com o objetivo de atingir de forma acurada o valor da empresa. O processo de avaliação de empresas pode ter diversas finalidades e utilizar diferentes tipos de metodologias de avaliação. Essas metodologias devem ser coerentes com a finalidade da avaliação para que possam chegar a uma conclusão que reflita o valor real da empresa. A aplicação de metodologias erradas num processo de avaliação pode gerar resultados opostos da realidade e provocar significativas perdas. O entendimento desses métodos é essencial para que o analista encarregado da avaliação possa escolher a metodologia mais apropriada.

Muito embora o tema de avaliação de empresas tenha uma extensa bibliografia desenvolvida, ainda existem muitos pontos dentro da teoria que estão sujeitos à subjetividade do analista que efetua a avaliação. O trabalho de identificação da metodologia correta a ser aplicada, a maneira de determinação das variáveis, as relações utilizadas e a forma de cálculo pode variar completamente o resultado de uma avaliação.

Nesse contexto, quais são os métodos de avaliação mais utilizados no mercado global? Como são aplicados os métodos? Qual é o efeito provocado no valor de uma empresa quando avaliada de acordo com os métodos identificados?

Para responder às questões supracitadas, serão inicialmente apontados e discutidos os principais métodos de avaliação aplicados ao longo do tempo e sua evolução histórica. Em seguida serão apresentados os métodos utilizados por instituições empresariais, suas comparações, peculiaridades e diferenças evidenciadas.

1.3 Objetivo Geral

Identificar os melhores métodos de avaliação de empresas, suas limitações, aspectos subjetivos e aplicabilidade para cada tipo de negócio.

1.4 Objetivos Específicos

- a) Descrever os principais métodos de avaliação de empresas;
- b) Demonstrar as vantagens e desvantagens de cada um deles;
- c) Analisar individualmente cada método e comparar sua eficácia e interatividade.

1.5 Justificativa

As razões que justificam a elaboração desta pesquisa é o crescente número de operações de compra, venda, partilha e dissolução de empresas, tendo em vista as intempéries do mercado de capitais. Com isso, o estudo procura demonstrar que os métodos atualmente empregados na precificação das instituições comerciais possuem grande valor se for conhecido suas arbitrariedades e deficiências.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O processo de avaliação de empresa é complexo, tendo em vista a necessidade de utilização de variáveis subjetivas e ferramentas técnicas, onde a boa qualidade das informações utilizadas no processo avaliativo é de grande importância para sua efetividade. A disponibilidade assimétrica e desigual no acesso a informações entre os diferentes avaliadores leva a obtenção de valores diferenciados da mesma empresa.

Para COPELAND et al (2002, p. 49):

A avaliação de empresas é uma ferramenta analítica que pode ser transformada em instrumento de gestão e implantada em toda uma organização para orientá-la de maneira integrada e consistente na busca de um objetivo único e fundamental: a criação de valor para o acionista.

Outra aplicação importante, segundo DAMODARAN (1997), é avaliar o impacto das decisões estratégicas, financeiras e operacionais na consecução do objetivo principal da empresa: a maximização do valor.

DAMODARAN (1997) comenta que existem mitos em avaliação de empresa que não são fundamentados como:

- Desde que os modelos sejam quantitativos, a avaliação é bem feita;
- Quanto mais quantitativo o modelo, mais precisa é a avaliação; e
- Uma avaliação bem elaborada e pesquisada é duradoura.

MARTINS (2001, p. 264) discorre que o valor de uma empresa depende dos benefícios líquidos que se poderá extrair no presente e no futuro, e adverte sobre as duas maneiras de avaliar uma empresa em circunstâncias normais:

- Pelo seu valor de funcionamento, que depende basicamente dos futuros benefícios econômicos que ela é capaz de produzir e;
- Pelo seu valor de liquidação ordenada, ou seja, pelo que valem seus ativos avaliados a preço de venda, diminuídos dos gastos para se efetuar essa venda (comissão, impostos, transportes etc.) e o valor necessário para saldar seu passivo para com terceiros.

MARTELANC (2004) ressalta que a partir da década de 60, surgiram diversas abordagens de avaliação de empresas e muitas metodologias foram criadas. Os vários modelos podem ser utilizados em conjunto ou separadamente, entretanto não

existe um que seja perfeito e inquestionável. Segundo MARTINEZ (1999, p. 3), “Na prática, o avaliador utiliza-se de vários métodos e pondera seu resultado para o caso concreto, chegando a um valor que represente a melhor estimativa possível do valor econômico da empresa”. DAMODARAN (1997, p. 302) discorre que não existe um modelo considerado melhor, e que o modelo adequado para uso em um cenário específico dependerá de uma variedade de características do ativo ou da empresa que está sendo avaliada.

Os métodos a serem expostos não são excludentes, e sim complementares. Cada um possui determinados objetivos, portanto, devem ser usados em conjunto. MARTINS (2001) comenta que todos os métodos buscam evidenciar o mesmo objetivo (o patrimônio), através das mesmas mutações (os resultados), sendo a integração dos métodos absolutamente viável.

As escolhas metodológicas devem estar alinhadas com a finalidade da avaliação e com as características da empresa para se chegar a uma conclusão que mostre seu valor real. A aplicação errônea de métodos pode acarretar resultados não condizentes com a realidade e provocar perdas.

Os métodos mais utilizados para avaliar empresas são: contábil/patrimonial, fluxo de caixa descontado, múltiplos ou avaliação relativa, EVA e Opções Reais.

2.1 Avaliação Contábil/Patrimonial

O método contábil/patrimonial é indicado para casos específicos, como para a liquidação de uma organização ou em situações em que os ativos possuem mais valor do que o valor presente dos rendimentos futuros da empresa, segundo MARTELANC (2004). MARTINS (2001) comenta que esse método baseia-se nos números contábeis da empresa, por meio do qual se apura que o valor da empresa é o valor do seu patrimônio líquido. É também conhecido como valor patrimonial da empresa ou Book Value.

PAIVA (2001) considera esse método mais direto para se avaliar empresas, pois se baseia nas informações do Balanço Patrimonial. As limitações consistem em:

- O valor dos ativos e passivos é baseado em seus custos históricos, não atribuindo os valores correntes e divergindo dos valores de mercado;

- O Balanço Patrimonial não demonstra ativos intangíveis como marca, reputação da empresa, recursos humanos, etc.;

- Existem várias operações que não são registradas nas demonstrações contábeis como operações de arrendamento mercantil, derivativos, garantias oferecidas, entre outras.

Apesar de suas limitações, a contabilidade e o valor patrimonial de uma empresa são informações importantes para a análise econômica e financeira da empresa.

2.2 Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

De acordo com MARTELANC (2005), o fluxo de caixa descontado é uma das metodologias mais adotadas para se obter o valor econômico de uma empresa. Segundo MARTINS (2001, p. 275), "O fluxo de caixa é tido como aquele que melhor revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de determinado empreendimento".

Segundo MARTELANC, o método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é o mais utilizado pelas empresas de consultoria e bancos de investimento, sendo amplamente difundido no mercado financeiro. É também o método mais indicado para se avaliar empresas para fins de F&A (Fusões e Aquisições).

A conceituação deste método consiste na teoria de que o valor de um negócio depende dos benefícios futuros que ele produzirá, ou seja, sua capacidade de gerar riqueza futura, de acordo com o grau de risco de seus ativos operacionais. A essência do método consiste em projetar futuros fluxos de caixa operacionais e trazê-los a valor presente, por uma taxa de desconto apropriada que mensure o risco inerente a esses fluxos e o custo de oportunidade dos capitais.

ASSAF NETO (2003, p. 586) conceitua, "Uma empresa é avaliada por sua riqueza econômica expressa a valor presente, dimensionada pelos benefícios de caixa esperados no futuro e descontados por uma taxa de atratividade que reflete o custo de oportunidade dos vários provedores de capital".

De acordo com SILVA (2007), o fluxo de caixa descontado pode ser medido de dois modos: Fluxo de caixa livre e fluxo de caixa dos acionistas.

O fluxo de caixa livre é gerado pela empresa após a dedução dos impostos, investimentos permanentes e variações esperadas no capital circulante líquido. O fluxo de caixa dos acionistas representa o fluxo de caixa líquido, depois de computados os efeitos de todas as dívidas para complementar o financiamento da empresa (MARTINS, 2001).

O fluxo de caixa livre supre o valor dos acionistas, mas este também ilustra o valor da companhia. A diferença entre o fluxo de caixa dos acionistas e fluxo de caixa livre é o valor da dívida, em que o mesmo resultado seria obtido pelo desconto do custo da dívida do fluxo de caixa dos acionistas (SILVA, 2007).

As principais variáveis do método são: a taxa de desconto, o valor residual da empresa e o fluxo de caixa operacional e seu horizonte de projeção. Tendo em vista o trabalho com expectativas futuras, existe uma grande dificuldade de o método prever com antecedência, o exato comportamento futuro dessas variáveis.

SANTOS e PAMPLONA (2001, p.3) cita DIXIT e PYNDICK (1994), postulando que o problema desse modelo está no fato de que ele não pode captar o valor da flexibilidade administrativa. De acordo com SANTOS e PAMPLONA (2001, p. 3):

Executivos, percebendo que a ferramenta de FCD é muito pobre em captar possibilidades relevantes do projeto, se valem da intuição de negócios, não investindo imediatamente em projetos só por causa de uma análise estática ter indicado um Valor Presente Líquido (VPL) positivo, e nem rejeitam projetos estratégicos só porque um relatório indica VPL's negativos para os mesmos.

2.3 Avaliação Relativa ou por Múltiplos

A avaliação relativa trata do valor de um ativo que pode ser determinado mediante o valor de ativos comparáveis no mercado.

Para a realização da avaliação relativa, devem ser considerados dois aspectos: a conversão dos valores em múltiplos e; Encontrar empresas similares para que possa ser realizada a comparação. Tal aspecto torna-se complexo pela dificuldade de encontrar empresas com as mesmas características de risco, potencial de crescimento e fluxo de caixa (DAMODARAN, 2002).

A definição consiste na determinação do valor da empresa mediante o encontro de outra empresa idêntica ou comparável, a fim de obter seus múltiplos e aplicá-los aos parâmetros da empresa analisada.

MC DONAGH (1992) destaca as vantagens do método de Avaliação Relativa, ao reconhecer que essa metodologia considera as condições de competitividade existentes em cada setor de atividade, o que traz elevado grau de realismo ao processo de avaliação. O uso da avaliação relativa é generalizado. Por isso, constitui-se em método bastante popular.

O uso do método de Avaliação Relativa é muito difundido porque precisa adotar menos premissas e pode ser realizado mais rapidamente se comparado ao método de fluxo de caixa descontado. Além disso, é mais simples de ser apresentado aos clientes e tem probabilidade maior de refletir a situação atual do mercado, por basear-se em valores relativos e não intrínsecos (DAMODARAN, 2002).

Não existe uma teoria que fundamente o melhor múltiplo a ser utilizado para a avaliação de uma empresa. Desta forma, podem ser usados diversos múltiplos, o que possivelmente resulta em valores diferentes. Quando se utiliza o mecanismo de múltiplos, desconhece-se sobre o que determina o preço das ações. Isto significa que não há teoria para guiar sobre qual a melhor escala para determinação do valor da empresa, implicando a utilização de diversos múltiplos para avaliação da empresa. Muitas vezes, um múltiplo que é o melhor para uma indústria, não é tão útil para outra, não existindo, portanto, como comparar empresas de duas diferentes indústrias através de múltiplos (SANTIAGO FILHO e FAMÁ, 2001).

Existem três pontos fracos na Avaliação Relativa: Primeiro é que se for considerada na avaliação de uma empresa apenas a comparação com grupos de empresas ou setores comparáveis, e não forem levadas em conta as variáveis fundamentais como risco, crescimento ou potencial de fluxo de caixa, ou seja, as condições específicas, a avaliação por múltiplos poderá resultar em valores inconsistentes; Segundo é que ao refletir as condições do mercado, essa avaliação poderá levar a determinação de valores sobre ou subdimensionados e; Terceiro é que poderá haver manipulação nas avaliações devido à falta de transparência das premissas. Assim, os avaliadores podem escolher múltiplos e empresas comparáveis que melhor lhes convier, o que poderá gerar valores irreais (DAMODARAN, 2002).

Para utilizar com maior segurança os múltiplos, são necessárias quatro etapas básicas: a) Definir o múltiplo com consistência e de maneira uniforme entre as empresas comparáveis; b) Conhecer os valores altos, baixos e típicos dos múltiplos

do mercado, bem como o efeito dos casos extremos sobre as médias; c) Saber quais são os fundamentos que afetam os múltiplos e como eles variam de acordo com as flutuações dos fundamentos e; d) Definir as empresas comparáveis. Para que as empresas sejam comparáveis, precisam ter os fundamentos, risco, fluxo de caixa e crescimento semelhantes, e podem pertencer a setores distintos da economia. Entretanto, outros autores como ALFORD (1992) sugerem que a precisão dos múltiplos aumenta quando se comparam empresas do mesmo setor, com atuações comerciais mais próximas (DAMODARAN, 2002).

Segundo MARTELANC, CAVALCANTE e PASIN, a simplicidade e rapidez na utilização e na precificação de novas informações e a necessidade de poucos dados são as principais vantagens da Avaliação Relativa em relação aos outros métodos. Porém, para DAMODARAN as vantagens da avaliação relativa também podem ser consideradas como suas fraquezas. A facilidade com que uma avaliação relativa pode ser feita, pode resultar em estimativas de valor inconsistentes. Essa inconsistência pode ocorrer porque variáveis chaves são ignoradas como: potencial de geração de fluxo de caixa, risco e crescimento.

2.4 Valor Econômico Agregado (EVA)

EVA é uma metodologia de gerenciamento financeiro. Uma medida de criação ou destruição de riqueza. Sendo positivo, indica que a operação no período apresentou retorno superior ao custo de oportunidade do investimento. Quando negativo, apresentou retorno inferior ao custo de oportunidade do investimento. A fórmula [1] mostra que o método EVA consiste em um Lucro Operacional Líquido (LOL) menos os Encargos de Capital (STEWART III, 1999a).

$$\text{EVA} = \text{LOL} - \text{Encargo de Capital [1]}$$

Este Encargo de Capital representa o custo de oportunidade dos recursos investidos no negócio. Seu valor é obtido multiplicando-se o volume de recursos empregados para gerar o LOL, chamado de capital empregado, pelo custo de oportunidade desses recursos, chamado de custo de capital, conforme mostra a

fórmula [2], (CHIANG, 1984a, STEWART III, 1999b, COPELAND, WESTON e SHASTRI, 2005a).

$$\text{EVA} = \text{LOL} - (\text{Capital} \times \text{Custo de Capital}) [2]$$

Segundo STEWART (1999, p.2), o método EVA é o lucro operacional após pagamento de impostos da empresa menos o custo pelo uso de capital de terceiros e de acionistas. Em outras palavras, o método EVA é o retorno gerado que excede o custo total do capital aplicado. Ele defende como principal motivo da utilização desse conceito pelas empresas o fato de ser “intrinsecamente ligado ao valor da empresa”. De acordo com o autor, é possível chegar-se ao valor da empresa com base no EVA:

$$\text{Valor de Mercado} = \text{Valor presente dos EVA's futuros} + \text{Capital Empregado}$$

Segundo MARTELANC, CAVALCANTE e PASIN, o método é mais indicado para avaliação de desempenho de empresas e mensuração da criação de valor. O conceito é uma ramificação do conceito do FCD, que permite uma avaliação singular de cada ativo dentro de uma empresa, possibilitando identificar em quais deles a empresa está realmente criando valor. Essa metodologia mede o quanto um investimento gera de retorno acima de seu custo de capital.

De acordo com STEWART (1991), o método EVA é uma medida fundamental de desempenho corporativo, que é calculada considerando-se a diferença entre o retorno do capital e o custo de capital, e multiplicada pelo capital investido no começo do ano. O retorno de capital é o lucro econômico ou lucro residual que resta depois dos impostos. O custo de capital inclui o custo de capital de terceiros, que podem ser os juros de empréstimos, e o custo do capital próprio, que é o retorno esperado pelos investidores. Por partir de técnicas semelhantes, tanto o método EVA quanto o método do Fluxo de Caixa Descontado sofrem das mesmas limitações.

Esse método é a forma mais adequada de avaliar o desempenho econômico de um negócio, pois ele incorpora todos os seus custos, inclusive os custos de oportunidade do capital empregado. Uma vantagem em relação a outros métodos é que ele expõe de uma maneira simples e objetiva, o lucro operacional e os recursos

de capital necessários para gerá-lo. Deste modo, ele mede o quanto foi gerado de retorno mínimo requerido pelos investidores na empresa (STERN STEWART, 2001a).

2.5 Opções Reais

De acordo com DAMODARAN (1997), a teoria de precificação de opções tem larga aplicabilidade em avaliação de empresas, especialmente em contextos em que a avaliação tradicional pelo método do FCD e por múltiplos não conseguem captar o valor da flexibilidade administrativa. Ele aponta três aplicações específicas do modelo de precificação de opções: O patrimônio líquido é avaliado como opção de compra sobre a empresa; Os ativos de recursos naturais podem ser analisados como opções e; Uma patente pode ser avaliada como uma opção sobre o produto. Devido à complexidade dos cálculos e dificuldade de se encontrar opções reais no mundo real, a avaliação de empresas por esta metodologia é a menos utilizada e a menos conhecida no mercado financeiro.

O método de Opções Reais é de origem mais recente. Ele ainda está sendo desenvolvido pelos pesquisadores de finanças e testado pelo mercado financeiro. É indicado principalmente, para avaliar projetos de investimento de empresas exploradoras de recursos naturais, sendo de difícil utilização para avaliar empresas inteiras.

Antigamente, a maioria das decisões de investimentos corporativos era feita usando a análise do fluxo de caixa descontado (FCD). Os analistas tinham um razoável grau de confiança em suas previsões para o futuro e podiam operar com certo grau de segurança, pois uma vez que o projeto fosse aceito, a empresa iria tentar fazer com que tudo ocorresse de acordo com o planejado. Isto não significava que o mundo estava sem incertezas, de outra forma, a maioria dos mercados era estável e previsível, e havia rara necessidade para uma mudança repentina na estratégia da corporação. Quando os riscos em um projeto eram maiores do que aqueles incorridos no curso normal do negócio, a prática mais comum era elevar a taxa de desconto (AMRAN e KULATILAKA, 2000).

As premissas básicas para aplicação do método são: A irreversibilidade do investimento; A opção de esperar ao invés de ser forçado a investir no momento ou jamais investir e; A incerteza (VONNEGUT, 2000).

A avaliação por Opções Reais é uma ferramenta complementar no processo de avaliação. É a continuidade dos métodos atuais. Porém, a maior barreira dessa metodologia consiste na falta de um modelo global.

A metodologia das Opções Reais é utilizada para a avaliação de ativos reais, ou seja, aqueles que não são negociados no mercado. Projetos de investimento de capital, avaliação de propriedades intelectuais, avaliação de terras, de fontes de recursos naturais e avaliação de projetos de pesquisa e desenvolvimento são exemplos de ativos reais que podem ser avaliados com a utilização desse método. Uma opção real é a flexibilidade que o gerente tem para tomar decisões a respeito de ativos reais. À medida que novas informações surjam e as incertezas sobre o fluxo de caixa são reveladas, os administradores podem tomar decisões que venham a influenciar positivamente o valor final de determinado projeto (DIXIT e PINDYCK, 1994).

KEMNA (1993) sugere que as principais contribuições da avaliação por Opções Reais são: Auxiliar a administração a estruturar a oportunidade de investimento pela definição das diferentes alternativas de investimento com suas incertezas subjacentes e opções inseridas e; Trabalhar com a flexibilidade de um projeto mais facilmente do que o tradicional FCD.

Mais pesquisas de campo e estudos empíricos devem ser feitos a fim de testar a conformidade da teoria da avaliação por opções reais e suas implicações à intuição e à experiência dos administradores. Segundo TRIGEORGIS (1993), avaliações baseadas na teoria das opções pode ser uma ferramenta útil aos administradores corporativos e estrategistas, devido à provisão de uma abordagem consistente e unificada na direção da incorporação de valor das opções financeiras e reais associadas ao investimento combinado e à decisão financeira da empresa.

Assim sendo, espera-se que o presente trabalho possa contribuir para a compreensão desses métodos, vindo a demonstrar suas aplicações e preferências no contexto empresarial. Apesar de ser um tema pouco difundido e consolidado, espera-se que este trabalho possa lançar luz sobre esse tema de crescente interesse por parte das comunidades acadêmica e corporativa.

3 MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA

Este trabalho trata-se de uma pesquisa descritiva, desenvolvida mediante raciocínio dedutivo e abordagem qualitativa de caráter investigativo e exploratório, onde foram analisadas e compreendidas as técnicas organizacionais de avaliação de empresas, tendo em vista que esse método é importante nas situações que o pesquisador não tenha grande conhecimento pregresso sobre o assunto.

3.1 Caracterização das organizações

As organizações selecionadas foram sete empresas que prestam serviços em avaliação de empresas (marcas, patentes e negócios), especializadas na mensuração, identificação e avaliação de ações empresariais que fornecem percepção de valor aos acionistas e investidores. Elas oferecem consultoria personalizada em operações que envolvam desde fusão, joint venture, preparação para abertura de capital, aquisição, cisão e incorporação a expansão de operações internas que possam ser medidas e avaliadas como vetores criadores ou dissipadores de riqueza. A quantidade de organizações foi definida tendo em vista a acessibilidade e o retorno dos contatos.

3.2 Participantes do estudo

O sujeito da pesquisa é uma amostra estocástica e limitada de profissionais com experiência e entendimento na área de avaliação de empresas. Esses indivíduos forneceram dados relevantes, tendo em vista o envolvimento nos processos de avaliações de empresas e os conhecimentos sobre o assunto. A amostra foi selecionada de acordo com a acessibilidade e disponibilidade dos participantes do estudo, o grau de representatividade dos mesmos, suas experiências e a freqüência com que eles usam as ferramentas de avaliação de

empresas. Para ser selecionado, o candidato entrevistado teria que trabalhar ou já ter trabalhado com fusões e aquisições, mercado de capitais ou alguma outra área relacionada com o tema de avaliação de empresas e ocupar no mínimo o cargo de analista.

O universo de pesquisa, foco do presente trabalho, foi sete empresas de avaliação de empresas, distribuídas em diversas localidades do país e representadas por seus analistas.

3.3 Caracterização do instrumento de pesquisa

O instrumento utilizado na pesquisa é o questionário pessoal estruturado do apêndice, o qual foi elaborado de acordo com os objetivos da pesquisa e analisa como os métodos de avaliação de empresas são utilizados pelos profissionais do ramo. É composto por 12 questões objetivas e subjetivas que abordam os diversos métodos de avaliação de empresas propostos no estudo. A opção pelo questionário em anexo deu-se em vista de tratar-se de uma amostra relativamente pequena, facilitando assim, tanto a aplicação do questionário como a tabulação dos dados coletados, bem como a apresentação dos resultados.

3.4 Procedimentos de coleta e de análise de dados

O procedimento de coleta dos dados consistiu em identificar o candidato, verificar se este cumpre os requisitos mínimos para participar da pesquisa, agendar uma data para a aplicação do questionário ou envio do e-mail, analisar as tendências e tabular os resultados.

Realizada a pesquisa mediante aplicação do questionário, procedeu-se a tabulação dos dados e resultados, conforme exporemos a seguir.

Das sete empresas, dois participantes são formados em administração de empresas, um em administração financeira, dois são da área de economia e mais dois em ciências contábeis.

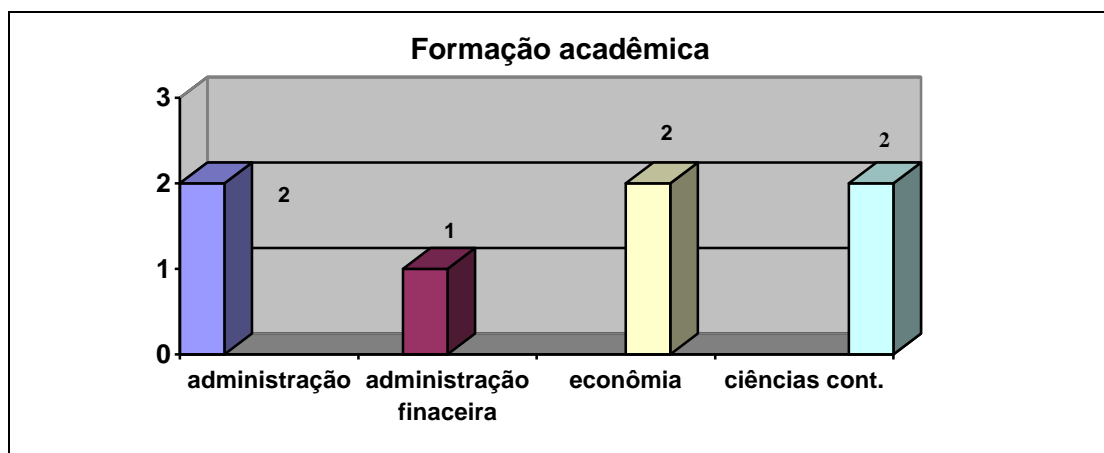


Gráfico 1 – Formação Acadêmica
Fonte: elaborado pelo autor.

Como visto no gráfico 2, duas empresas afirmaram que avaliam com o objetivo de verificar se as parcerias e joint ventures terão sucesso e uma afirmou que as avaliações servem o propósito de verificar as futuras fusões e aquisições de empresas. O mesmo número se repete com assessoria em compra e venda de participações, no entanto, as sete empresas que participaram da pesquisa afirmaram que utilizam a avaliação de empresas com o objetivo de determinar o preço de ações de compra e venda. Três participantes declararam que as avaliações servem para a análise de viabilidade de projetos de investimentos e novas empresas. O mesmo número pode ser visto também para aqueles que utilizam a avaliação para gestão de valor. Apenas dois participantes utilizam para liquidação judicial.

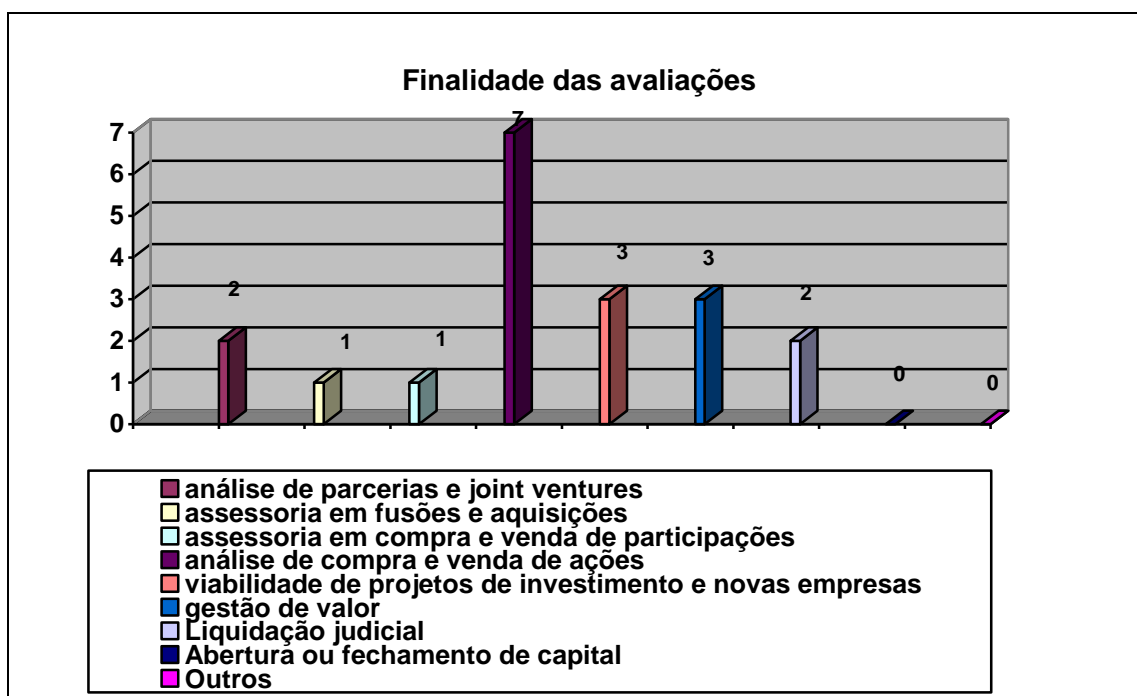


Gráfico 2 – Finalidade das avaliações

Fonte: elaborado pelo autor.

O método de avaliação mais utilizado pelos participantes é o contábil patrimonial. Das sete empresas participantes da pesquisa, seis afirmaram utilizar este método, quatro utilizam a avaliação relativa por múltiplos e cinco afirmaram usar o fluxo de caixa descontado. Duas marcaram o método pelas Opções Reais, uma o EVA e três afirmaram que utilizam outros métodos, mas não citaram quais.

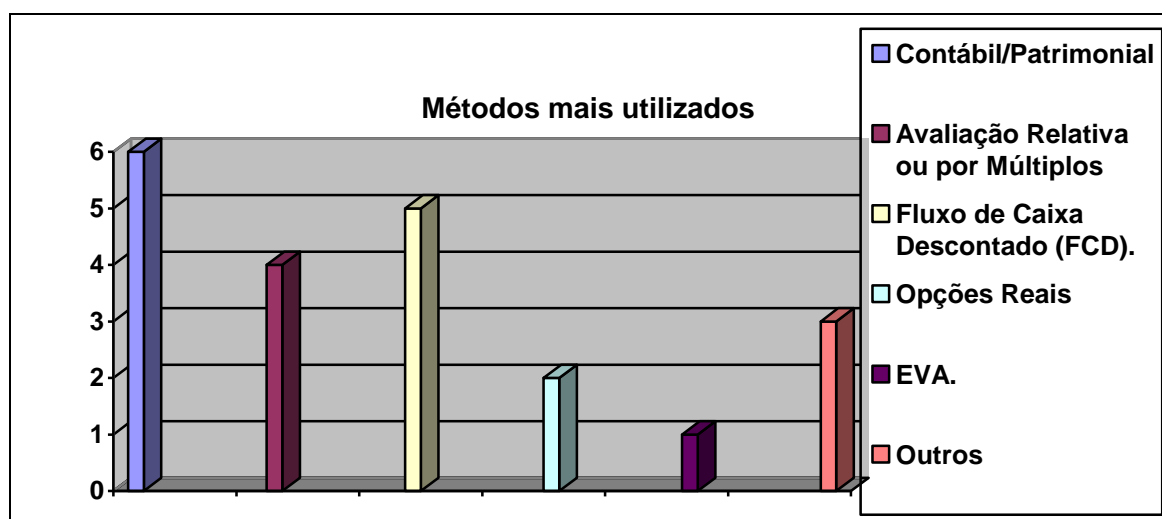


Gráfico 3 – Métodos mais utilizados
Fonte: elaborado pelo autor.

Foi constatado que dos sete participantes, dois utilizam apenas 1 método de avaliação para cada empresa e dois utilizam 2 métodos. Três responderam que utilizam até 3 métodos.

O método de avaliação mais confiável segundo três empresas é o contábil/patrimonial. Duas consideram a avaliação relativa ou por múltiplos e duas o fluxo de caixa descontado.

Na sexta questão, dois participantes usam o método Gordon, onde são usados dividendos como fluxo. A preferência se dá quando as empresas têm um histórico de estabilidade nas distribuições e nos valores dos dividendos. Outro participante realiza projeções com base no nível de investimento da empresa multiplicado pela taxa de retorno de capital. Por fim, dois usam o método do Fluxo de Caixa Livre para os Acionistas (FCFE em inglês), onde o lucro líquido é somado à depreciação e aos valores líquidos dos empréstimos (empréstimos novos menos amortizações), sendo subtraídos os valores dos investimentos em capital de giro e capital fixo.

Na sétima questão, todos os participantes concordaram com a última hipótese, pois cada empresa tem suas próprias condições financeiras e matérias que variam de acordo com os projetos de investimento e expectativas iniciais dos acionistas.

Na oitava questão, três dos participantes estabelecem o período de acordo com os projetos de investimento, com o tempo de depreciação dos materiais e bens pertencentes à empresa, pela rotatividade de funcionários e pelo tempo de duração dos contratos de serviço a serem prestados. O restante não respondeu.

Na nona questão, o método relativo utiliza três indicadores: o preço por lucro da ação (P/L), o valor da empresa por seu lucro bruto cuja sigla é V/EBITDA e o preço da ação pelo valor patrimonial (P/VPA). Quatro empresas responderam onde, três citaram dois desses múltiplos e uma citou três múltiplos. Cada um deles foi citado três vezes.

Eles são empregados nas análises principalmente quando são feitas ofertas públicas iniciais (IPO) ou quando as ações de uma empresa estão passando por um crescimento ou queda que difere muito das mudanças gerais nos preços das ações de outras empresas, assim como em períodos de muita turbulência ou euforia no mercado de capitais.

Na questão 10, três empresas costumam considerar os valores de mercado quando calculam múltiplos de avaliação, uma empresa considera os valores de transações e três consideram que tanto faz.

Na questão 11, dois dos entrevistados afirmaram que o FCD é melhor quando o mercado de capitais e a economia estão passando por períodos de estabilidade. Já a avaliação relativa se mostra melhor em períodos de instabilidade, seja em crescimento ou em quedas generalizadas dos preços das ações. O restante não respondeu.

Na última questão, três dos participantes afirmaram que o método de opções reais seria útil em períodos de incerteza, quando o mercado de capital está apresentando muita volatilidade ou quando o setor de atuação da empresa está passando por diversas mudanças estruturais e tecnológicas.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Para a elaboração do presente trabalho foi realizada uma pesquisa de campo que oportunizou uma investigação empírica das organizações, dando maior clareza sobre as reais características da avaliação de empresas.

Nesta parte do trabalho, são apresentadas as conclusões feitas a partir a análise de conteúdo das respostas dos 7 participantes. É oportuno ressaltar que a pesquisa não busca ser estatisticamente relevante, e sim, ser um instrumento de análise de tendências quanto ao uso dos métodos de avaliação de empresas.

De acordo com o gráfico 1, há uma notável variedade de áreas de formação dos analistas entrevistados, com leve predominância das ciências administrativas (42,85%).

A avaliação de empresas é mais utilizada em processos de análise de compra e venda de ações e a metodologia preferida pelos analistas é a contábil/patrimonial. Porém, essa preferência é um resultado que vai de encontro com o que se emana da literatura, tendo em vista que de acordo com MARTELANC (2005), o fluxo de caixa descontado é uma das metodologias mais adotadas pelas empresas de consultoria e bancos de investimento para se obter o valor econômico de uma empresa. Segundo MARTINS (2001, p. 275), "O fluxo de caixa é tido como aquele que melhor revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de determinado empreendimento".

Como observado no gráfico 2, 100% dos analistas entrevistados afirmaram avaliar empresas para o processo de compra e venda de ações, 42,85% para avaliação de viabilidade de projetos de investimentos e novas empresas e o mesmo percentual para gestão de valor. Outras finalidades relevantes como análise de parcerias e joint-ventures, liquidação judicial, assessoria em fusões e aquisições e em compra e venda de participações aparecem com menos freqüência, sendo citadas por 28,57% e 14,28% dos entrevistados respectivamente.

Em relação às metodologias avaliadas, a contábil patrimonial é a mais utilizada seguida do fluxo de caixa descontado. As outras metodologias são menos populares como pode ser observado no gráfico 3. Os 42,85% dos entrevistados que responderam "Outros Métodos", não mencionaram nenhuma outra metodologia em seus comentários. Uma das razões que pode justificar a maior ocorrência do método

contábil/patrimonial é que de acordo com PAIVA (2001), este é o método mais direto para se avaliar empresas, sendo o mais fácil e simples de ser aplicado. Porém, DAMONDARAN (1997) comenta que não existe um modelo considerado melhor, e que o modelo adequado para uso em um cenário específico dependerá de uma variedade de características do ativo ou da empresa que está sendo avaliada. Ou seja, as escolhas metodológicas devem estar alinhadas com a finalidade da avaliação e com as características da empresa para se chegar a uma conclusão que mostre seu valor real.

Relacionando os dados dos dois gráficos, percebe-se que os participantes utilizam as metodologias apropriadas para as finalidades citadas como as mais freqüentes (análise de compra e venda de ações, avaliação de viabilidade de projetos de investimentos e novas empresas e gestão de valor). A avaliação contábil/patrimonial e o FCD são realmente metodologias apropriadas para a avaliação de empresas já consolidadas e de projetos financeiros respectivamente.

A respeito da quantidade de métodos utilizados para realizar determinada avaliação, a maior parcela dos participantes – 42,85% - utilizam até 3 métodos de avaliação. Tal fato vai de acordo com o exposto por MARTINEZ (1999, p. 3), “Na prática, o avaliador utiliza-se de vários métodos e pondera seu resultado para o caso concreto, chegando a um valor que represente a melhor estimativa possível do valor econômico da empresa”. Porém, tendo em vista que 28,57% utilizam apenas 1 método de avaliação, corrobora com a colocação de MARTELANC (2004), quando afirma que os vários modelos podem ser utilizados em conjunto ou separadamente. Entretanto, MARTINS (2001) discorre que todos os métodos buscam evidenciar o mesmo objetivo (o patrimônio), através das mesmas mutações (os resultados), sendo a integração dos métodos absolutamente viável. Ou seja, os métodos não são excludentes, e sim complementares.

De acordo com 42,85% dos participantes, o método de avaliação de empresas mais confiável quando existem diferenças entre as precificações obtidas com métodos diferentes é o contábil/patrimonial, enquanto 28,57% confiam mais na avaliação relativa ou por múltiplos e no fluxo de caixa descontado. Quando confrontamos os dados da questão 4 “Quantos métodos de avaliação você costuma utilizar para cada empresa avaliada?” com os dados da questão 5 “Se você utiliza mais de um método de avaliação de empresas e estes dão resultados muito diferentes, em qual você mais confia?”, verificamos que dois terços dos profissionais

que afirmaram confiar mais na metodologia contábil/patrimonial, utilizam até três metodologias para avaliar uma única empresa e fazem uso da avaliação relativa. Isso nos leva a crer que a avaliação relativa ou por múltiplos é utilizada para validar a estimativa da avaliação contábil/patrimonial, pois embora não seja o método mais confiável, eles são utilizados juntos nesses exemplos.

Quanto às melhores formas de cálculo do valor da empresa para os acionistas pelo método do fluxo de caixa descontado, existe um equilíbrio entre o modelo de Gordon e o fluxo de caixa livre para os acionistas, onde cada um fora citado exclusivamente por 28,57% dos participantes.

Tendo em vista que houve unanimidade a respeito da escolha do período de projeção dos fluxos de caixa na realização do método FCD, onde foi abordado que as projeções ocorreriam de acordo com as variáveis apresentadas pelas empresas e expectativas dos acionistas, há coerência com a literatura sobre o assunto. DAMODARAN (2002) recomenda a adoção de um período de projeção que considere o ciclo dos produtos e das empresas de tal forma que evite o estabelecimento de prazos rígidos de 5 ou 10 anos. COPELAND et al (2000) recomenda projeções de longo prazo - 10 a 15 anos - para a maioria das companhias, com o argumento de que o prazo das projeções deve ser longo o suficiente para que o analista sinta-se confortável em perpetuar o crescimento da companhia próximo ao crescimento esperado da economia. O período de projeção poderia ser definido a seguir, de acordo com algumas variáveis além das já citadas: preços dos produtos, volume de vendas, custos de matérias-primas, despesas operacionais e variáveis macroeconômicas (juros e taxa de câmbio).

Na nona questão, as instituições estão de acordo com a literatura sobre o assunto, tendo em vista que DAMODARAN (2002) considera que os múltiplos mais populares são os de lucro. Porém, não existe uma teoria que fundamente o melhor múltiplo a ser utilizado para a avaliação de uma empresa. Desta forma, podem ser usados diversos múltiplos, o que possivelmente resulta em valores diferentes. Quando se utiliza o mecanismo de múltiplos, desconhece-se sobre o que determina o preço das ações. Isto significa que não há teoria para guiar sobre qual é a melhor escala para determinação do valor da empresa, implicando na utilização de diversos múltiplos para a avaliação da empresa. Muitas vezes, um múltiplo que é o melhor para uma indústria, não é tão útil para outra, não existindo, portanto, como comparar

empresas de duas diferentes indústrias através de múltiplos (SANTIAGO FILHO e FAMÁ, 2001).

A pesquisa apontou que na questão 10, a maioria das empresas utiliza os múltiplos pelos valores de mercado (bolsa), os quais são utilizados para calcular o valor da empresa pré-transação.

Na décima primeira questão, 28,57% dos participantes afirmaram que o FCD é melhor quando o mercado de capitais e a economia estão passando por períodos de estabilidade. Já a avaliação relativa se mostra melhor em períodos de instabilidade, seja em crescimento ou em quedas generalizadas dos preços das ações. Segundo DAMODARAN (2002), o uso do método de avaliação relativa é muito difundido porque precisa adotar menos premissas e pode ser realizado mais rapidamente se comparado ao método de fluxo de caixa descontado. Além disso, é mais simples de ser apresentado aos clientes e tem probabilidade maior de refletir a situação atual do mercado, por basear-se em valores relativos e não intrínsecos.

Na última questão, 42,85% dos entrevistados afirmaram que o método de opções reais seria útil em períodos de incerteza, quando o mercado de capital está apresentando muita volatilidade ou quando o setor de atuação da empresa está passando por diversas mudanças estruturais e tecnológicas. Isso corrobora com a idéia de VONNEGUT (2000), que comenta que uma das premissas básicas para aplicação do método é a incerteza. É oportuno lembrar que apesar deste método ter larga aplicabilidade em avaliação de empresas, especialmente quando o FCD e a avaliação relativa não conseguem captar o valor da flexibilidade administrativa, é ainda pouco utilizado, tendo em vista sua origem mais recente e o fato de ainda estar sendo desenvolvido e testado no mercado.

5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

A avaliação de empresas é uma ferramenta de suma importância a ser utilizada pela administração na determinação das melhores opções para os investidores. A discussão sobre os melhores métodos de avaliação de empresas desperta interesse em notável parcela de acadêmicos e investidores.

A avaliação de empresas é um procedimento complexo, não sendo possível estabelecer uma única metodologia para a sua realização. A avaliação de uma empresa não é uma ciência exata, onde é permitida a comprovação absoluta dos resultados. Ambigüidades podem acontecer do destaque e flexibilidade de um ou outro método. Não há como prescindir somente de subjetividade na definição do valor de uma empresa, tendo em vista que alguns modelos se baseiam em resultados obtidos do comportamento do mercado. O trabalho procurou mostrar que os métodos atualmente empregados podem ser de grande valia, desde que suas formulações e deficiências sejam conhecidas.

Ao se pensar no método a ser adotado, é importante ter conhecimento sobre o setor da empresa, suas especialidades, expectativas econômicas, riscos e retornos para que seja possível realizar um trabalho efetivo. Portanto, a escolha do melhor método de avaliação deve ser considerada como uma ferramenta que produz respostas positivas às expectativas de riscos e retornos de determinado negócio, dando subsídio consistente às decisões de alocação de recursos.

A segurança na determinação do valor de empresas constitui-se em um aspecto importante em avaliação de empresas. A busca pelo método mais adequado está sendo cada vez mais importante em razão da crescente globalização, a qual provoca aumento no fluxo de capitais e na competição pela alocação dos recursos disponíveis.

A pesquisa demonstrou que apesar da existência de métodos mais recentes de apreamento de empresas como o de opções reais, as instituições tendem a utilizar basicamente o método contábil/patrimonial. Outros métodos como o FCD e o relativo são utilizados para efeito de comparação e complementação da avaliação. Portanto, podemos observar que os métodos de avaliação não são alternativos e sim complementares.

De uma maneira geral, a avaliação de empresas é utilizada principalmente em processos de análise de compra e venda de ações. A metodologia de avaliação mais difundida e considerada a mais confiável pelos analistas é a contábil/patrimonial, normalmente feita em conjunto com a Avaliação Relativa (Múltiplos), sendo os múltiplos P/V, V/EBITDA e P/VPA os mais utilizados na presente pesquisa. O período de projeção geralmente aceito vai de acordo com os projetos de investimento e taxa de crescimento da empresa.

Não fossem algumas restrições como a abrangência de apenas sete instituições e as respostas enviadas por meio eletrônico, as quais podem não ter sido suficientes para captar precisamente todos os detalhes dos métodos de avaliação de empresas, certamente poder-se-ia elaborar um trabalho com melhor desempenho e uma visão bem mais clara da real situação do objeto de estudo, em relação ao tema foco. Todavia, entendemos haver alcançado o objetivo proposto, visto que foram aplicados todos os conhecimentos possíveis adquiridos durante o curso, bem como obedecidos todos os pré-requisitos estabelecidos nas instruções para a consecução do presente trabalho.

O que torna a investigação deste assunto interessante é o fato de que a valoração de ativos trás benefícios para os investidores e suas organizações. Para que isso seja alcançado, é necessário que se adote as tendências regidas pelo mercado e estratégias que atinjam as metas estabelecidas. Estudos são feitos, sugestões são apresentadas, mas os frutos somente poderão ser vistos se houver o interesse em sair da mesmice. Somente se houver disposição em encarar as mudanças. Mudanças como o crescente número de operações de compra, venda, partilha e dissolução de empresas, e as intempéries do mercado de capitais dos últimos tempos.

Portanto, fica claro que um bom avaliador deve além de estar familiarizado com as diferentes técnicas de avaliação, buscar entender todos os interesses envolvidos para que assim possa assimilar todos os componentes que determinam o valor de uma empresa. Por fim, como uma pesquisa não se esgota em si mesma, sugere-se a continuidade e a ampliação da abrangência do estudo, de preferência com um número maior de empresas avaliadoras.

REFERÊNCIAS

- ALFORD, A.W. *The effect of the set of comparable firms on the accuracy of the Price Earnings valuation method.* **Journal of Accounting Research**, v. 30, n. 1, p.94-108, 1992.
- AMRAM, M.; KULATILAKA, N. *Strategy and Shareholder Value Creation: The Real Options Frontier,* **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 15, n. 2, 2000.
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor.** São Paulo: Atlas, 2003.
- CAVALCANTE, F.; MARTELANC, R.; PASIN, R. **Avaliação de Empresas: Um Guia para Fusões e Aquisições e Gestão de Valor,** São Paulo, 2004.
- CHIANG, A. C. **Fundamental methods of mathematical economics.** New York, McGraw-Hill, 1984.
- COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas: Calculando e gerenciando o valor das empresas “Valuation”.** São Paulo: Makron Books, 2002.
- COPELAND, T.; WESTON, J. F.; SHASTRI, K. **Financial Theory and Corporate Policy Boston,** Pearson Addison Wesley, 2005.
- DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo.** Rio de Janeiro: Qualitymark. 1997.
- DIXIT, A. K.; PINDYCK, R. S. **Investment under uncertainty.** Princeton University Press, Princeton, N. J., 1994.
- FAMÁ, R; SANTIAGO FILHO, J. L. **Avaliação de empresas através de múltiplos: uma comparação entre as empresas do Brasil e dos EUA.** SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO FEA/USP - SEMEAD V Anais. São Paulo: FEA/USP, 2001.
- KEMNA, A. G. Z. **Case Studies on Real Options,** *Financial Management*, p. 259-70, 1993.
- MARTINEZ, A. L. **Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação dos negócios.** ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ANPAD 23o Encontro. Foz do Iguaçu, 1999.

MARTINS, E. **Avaliação de empresas**: da mensuração contábil à econômica. São Paulo: Atlas, 2001.

MC DONAGH, C.S.; MCDONAGH, J.M. **Valuing a Target's Ability to Compete in the Market**. *Mergers and Acquisitions*, v.27, n.1, p. 28-34, 1992.

PAIVA, W. P. **Métodos de avaliação de pequenas e médias empresas**. Artigo disponível nos Anais do V SEMEAD (Seminários de Administração da FEA/USP), 2001.

SANTOS, E. M.; PAMPLONA, E. O. **Captando o Valor da Flexibilidade Gerencial Através da Teoria das Opções Reais**. XXI Encontro Nacional de Engenharia de Produção, Salvador, Bahia, Out., 2001.

SILVA, A. D. **Como realmente calcular o valor de uma empresa?** Palavra do Gestor. Valor Econômico, São Paulo, out., 2007.

STERN STEWART & CO. **EVA® Primer**, São Paulo, 2001.

STEWART, G. B. **The quest of value**. New York: Harper Business, 1991.

STEWART III, G. B. **The quest for value: a guide for senior managers**. New York: Harper Business, 1999.

TRIGEORGIS, L. *The Nature of Option Interactions and the Valuation of Investments with Multiple Real Options*. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 28, n. 1, p. 1-20, 1993.

VONNEGUT, A. **Real Options Theories and Investment in Emerging Economies**. *Emerging Markets Review*, v. 1, n. 1, p. 82-100, 2000.

APÊNDICES

Apêndice A – Questionário

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciências da Informação e
Documentação

Departamento de Administração

QUESTIONÁRIO – MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

O objetivo deste questionário é analisar como os métodos de avaliação de empresas são utilizados pelos profissionais do ramo. Como agradecimento pela sua participação será enviado relatório sigiloso dos resultados. Nenhum dado pessoal será revelado e as respostas e comentários serão apresentados de forma a não permitir a identificação dos participantes.

Tempo estimado para preenchimento: 15 minutos.

1) Qual é a sua formação acadêmica?

2) Para qual(is) finalidade(s) você costuma avaliar empresas?

- Para análise de parcerias e joint ventures.
- Para assessoria em fusões e aquisições.
- Para assessoria em compra e venda de participações.
- Para determinação do preço justo de uma ação e análise de compra e venda de ações.
- Para análise de viabilidade de projetos de investimento e novas empresas.
- Para análise de gestão de valor.
- Para Liquidação judicial.
- Para Abertura ou fechamento de capital.
- Outros.

Comentários:

3) Qual(is) método(s) de avaliação de empresas você mais utiliza?

- Contábil/Patrimonial.
- Avaliação Relativa ou por Múltiplos.
- Fluxo de Caixa Descontado (FCD).
- Opções Reais.
- EVA.
- Outros.

Comentários:

4) Quantos métodos de avaliação você costuma utilizar para cada empresa avaliada?

5) Se você utiliza mais de um método de avaliação de empresas e estes dão resultados muito diferentes, em qual você mais confia?

- Contábil/Patrimonial.
- Fluxo de Caixa Descontado.
- Avaliação Relativa ou por Múltiplos.
- EVA.
- Opções Reais.
- Outros.

Comentários:

6) De que forma você calcula o valor da empresa para o acionista pelo método do fluxo de caixa descontado (FCD)?

7) Se você realiza avaliações com o método FCD, a melhor projeção de fluxos de caixa a fazer seria:

- de 3 a 5 anos?
- de 5 a 7 anos?
- de 7 a 10 anos?
- de 10 a 15 anos?
- Projetar um período de acordo com a empresa avaliada, varia caso a caso, conforme expectativa de continuidade do projeto da empresa?

Comentários:

8) Como você determinaria o período de projeção?

9) Em quais casos você utiliza o método relativo para determinar o valor de uma empresa? Quais múltiplos que você costuma utilizar?

10) Quando você calcula múltiplos de avaliação, você costuma considerar:

Valores de mercado (bolsa).

Valores de transações.

Tanto faz.

11) Em que ocasião você preferiria o FCD à avaliação relativa e vice versa?

12) Se você utilizar o método de opções reais, em que ocasião seria útil?

Apêndice B – Gráficos

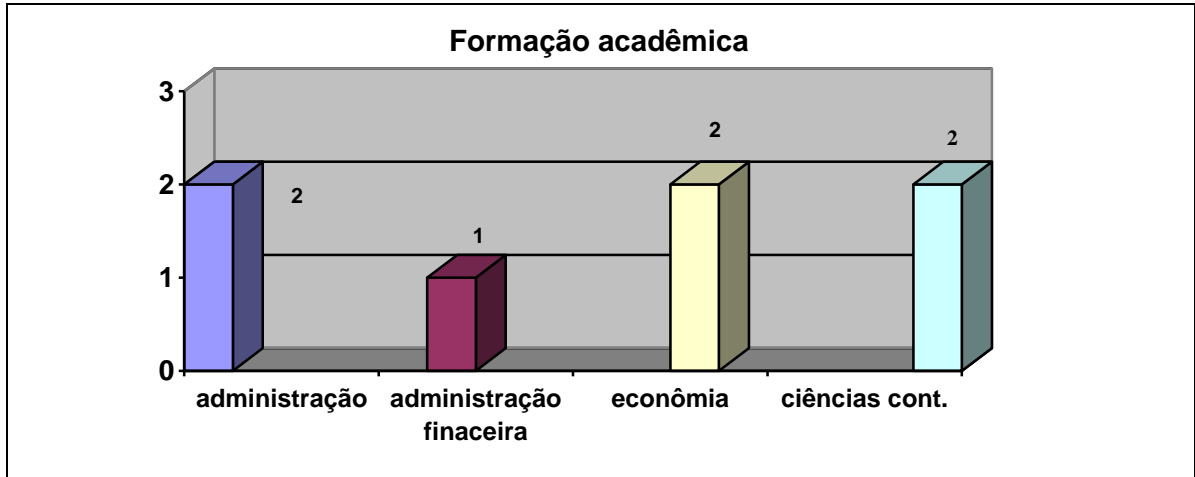


Gráfico 1 – Formação Acadêmica
Fonte: elaborado pelo autor

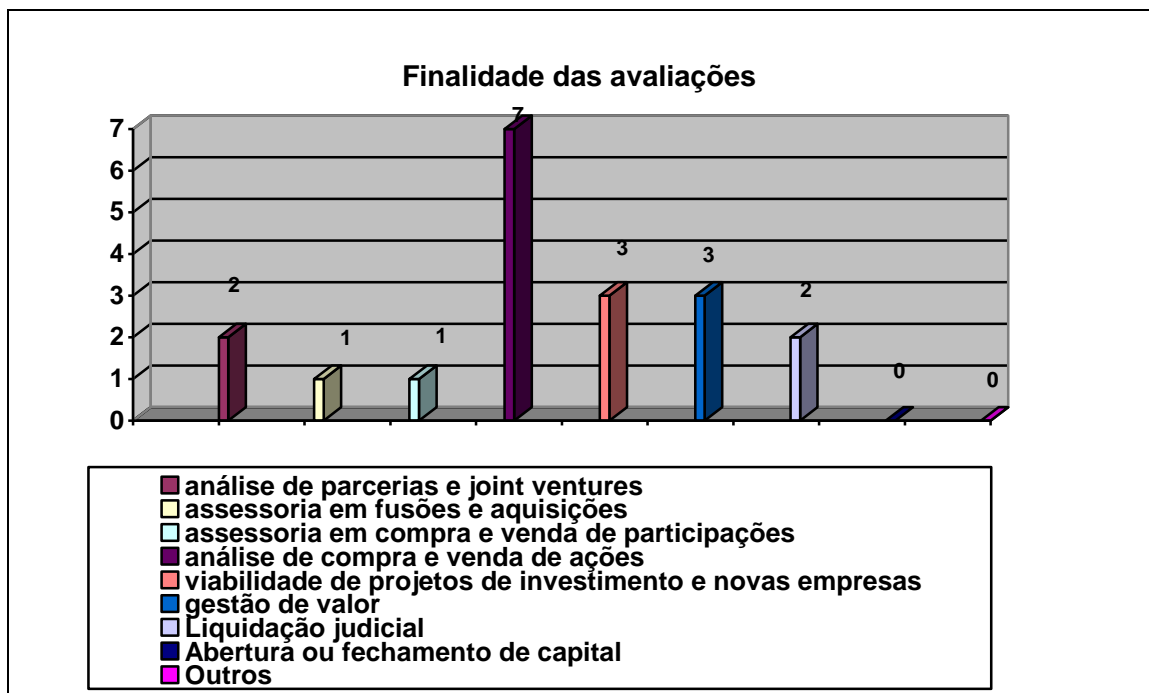


Gráfico 2 – Finalidade das avaliações
Fonte: elaborado pelo autor

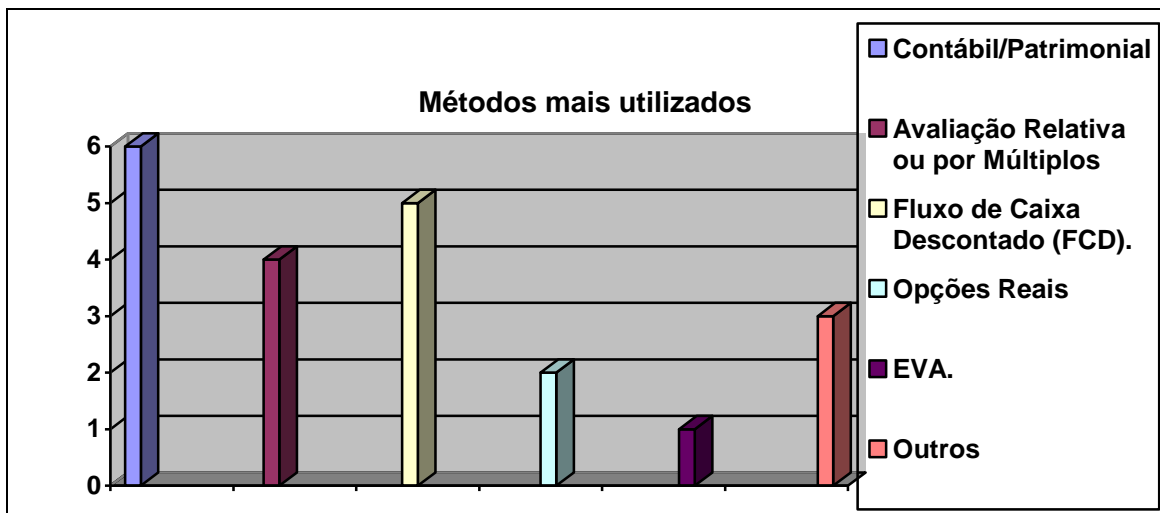


Gráfico 3 – Métodos mais utilizados

Fonte: elaborado pelo autor