



## O TRATAMENTO DOS ATIVOS NÃO OPERACIONAIS NA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: TEORIA E PRÁTICA

*Luciana Miyuki Ikuno*<sup>1</sup>

*Isabel Cristina Henriques Sales*<sup>2</sup>

*César Augusto Tibúrcio Silva*<sup>3</sup>

*Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Contabilidade  
UnB/UFRN/UFPB*

### RESUMO

A avaliação de empresas é necessária frente a vários processos de negociações e pode ser realizada por meio de métodos distintos como o do Fluxo de Caixa Descontado, do Método de Múltiplos, do Valor Patrimonial, dentre outros. Quando o valor da empresa é calculado pelo método de Fluxo de Caixa Descontado devem ser realizados alguns ajustes quanto aos ativos não operacionais. De tal modo, o objetivo do trabalho foi verificar qual o tratamento sugerido pela teoria quanto aos ativos não operacionais para a avaliação das empresas e quais são os tratamentos de tais ativos não operacionais na prática. Outrossim, o objeto do estudo são os laudos de avaliação das ofertas públicas de ações publicados pela Comissão de Valores Mobiliários no período de 2005 a 2010. Para tanto, utilizou-se de uma pesquisa documental e qualitativa com a aplicação de uma análise de conteúdo. Como resultado observou-se que o tratamento dado aos ativos não operacionais condiz com a literatura pesquisada, sendo que a maioria dos laudos que adotam o Fluxo de Caixa Descontado e que contêm a palavra-chave “ativos não operacionais” considera tais itens em sua avaliação como ajustes após o cálculo do valor presente das empresas. Contudo, como o observado também na literatura, alguns laudos declaravam claramente que não consideravam tais itens em sua avaliação. Portanto, nota-se que a discussão que permeia na literatura em relação aos ativos não operacionais é refletida na prática.

**PALAVRAS-CHAVE:** Ativos Não Operacionais; Fluxo de Caixa Descontado; Laudo de Avaliação; Ofertas Públicas de Ações; Avaliação de Empresas.

### TREATMENT OF NON OPERATIONAL ASSETS IN ASSETS VALUATION: THEORY AND PRACTICE

### ABSTRACT

Asset and equity valuations are necessary in many business processes and can be performed by adopting different methods, such as Discounted Cash Flows, Firm & Value Multiples, Equity Multiples among others. When the company value is measured through Discounted Cash Flows, some adjustments must be applied to non operational assets. Thus, this paper aims to examine which method is suggested by the theory referring to non operating assets in equity valuation, and witch methods are actually applied. Furthermore, the object of the study is the valuation report of initial public offerings issued by Brazilian Securities and Exchange Commission from 2005 to 2010. For that purpose, the paper is based on documents and applies a content analysis at the data. As a result, it was noticed that the treatment of non-operating assets is consistent with the literature. Most reports that applied the discounted cash flow method and also contained the keyword "non-operating assets" in its report, considers such items in their assessment as adjustments after calculating the present value of the companies. However, as also seen in the literature, some reports clearly stated that they did not consider such items in their assessment. Therefore, it is noted that the discussion that permeates the literature in relation to non-operating assets is reflected in practice.

**KEY-WORDS:** Non Operating Assets; Discounted Cash Flow. Valuation Report; Initial Public Offerings; Equity Asset Valuation.

### INTRODUÇÃO

Diante da necessidade de se avaliar o valor das empresas devido aos processos de negociação como fusões, cisões, incorporações e aquisições; nota-se a importância de se estudar a forma como as empresas são avaliadas. Apesar da existência de inúmeras metodologias capazes de mensurar o valor das empresas, como por exemplo: modelo do valor contábil, modelo do valor contábil ajustado, valor de liquidação, modelos de múltiplos, fluxos de caixa descontado, entre outros; as metodologias mais amplamente utilizadas são as de fluxo de caixa descontado e por múltiplos, segundo Muller e Teló (2003).

O processo de avaliação do valor da empresa torna-se indispensável para a determinação dos preços justos das ações no processo de oferta pública de aquisição de ações das empresas registradas na Comissão de Valores Mobiliários - CVM que necessitam apresentar o laudo de avaliação. Considerando o fato de que esse Laudo de Avaliação deve conter os critérios de estimativa e as metodologias consideradas, entre outros itens apresentados na Instrução CVM nº 361 (2002) e Instrução CVM nº 436 (2006); torna-se propício analisar se as empresas estão cumprindo as determinações da CVM e como as empresas estão calculando o valor de suas empresas.

De acordo com a instrução CVM nº 361 (2002), que dispõe sobre os procedimentos aplicáveis às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, em seu art. 8º § 3º, as avaliações das empresas devem ser feitas por meio dos seguintes critérios para a determinação dos preços das ações:

I - Preço médio ponderado de cotação das ações da entidade objeto na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado; II - valor do patrimônio líquido por ação da companhia; III - valor econômico da empresa objeto por ação, que pode ser calculado pela regra do fluxo de caixa descontado ou por múltiplos; IV - valor da companhia segundo critério adotado pelo ofertante para determinação do preço justo. (p. 6)

Quando o valor da empresa é calculado pelo método de fluxo de caixa descontado devem ser realizados alguns ajustes com o intuito de se considerar efeitos ativos e passivos não capturados pelo fluxo de caixa operacional. Bem como sugerem alguns autores na literatura e também como requer a Instrução CVM nº 436 (2006), em seu anexo III, inciso XIV, alínea c, esses ajustes a serem feitos são acerca da “dívida financeira, contingências, posição de caixa, ativos e passivos não operacionais”, entre outros.

Em relação aos ativos não operacionais, bem como afirma Hitchner (2003), apesar de se acreditar haver um consenso entre a maioria dos analistas a respeito do tratamento de tais itens na avaliação da participação majoritária; ainda há espaço para a discussão sobre o papel de tais itens na avaliação da participação minoritária. Diante do exposto, o problema da presente pesquisa pode ser enunciado da seguinte maneira: qual o tratamento dos ativos não operacionais na avaliação em suas abordagens teórica e prática?

Portanto, o objetivo do trabalho é analisar o tratamento dos ativos não operacionais na avaliação das empresas sugerido pela teoria e os tratamentos de tais ativos não operacionais realizados na prática. A pesquisa propõe realizar um levantamento da literatura existente acerca do tema analisado e também analisar qual o tratamento dado a tais itens pelos analistas por meio da análise dos laudos de avaliação registrados na CVM para as ofertas públicas de aquisições de ações.

O presente trabalho é estruturado em cinco partes. Após esta introdução, a segunda parte apresenta um referencial teórico com base nos ativos não operacionais, no método do fluxo de caixa descontado, nas ofertas públicas de aquisição de ações e nos laudos de avaliação. Em seguida, são analisados os laudos de avaliação das empresas com oferta pública de aquisição de ações e comentados os principais resultados e análises realizadas. Finalmente, na quinta e última parte, são apresentadas as considerações finais sobre os principais aspectos referentes ao assunto proposto.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1 ATIVOS NÃO OPERACIONAIS**

De acordo com Hitchner (2003), ativos não operacionais são aqueles “ativos que não são necessários para as operações em andamento da empresa”. Entre os principais ativos que podem ser considerados como não operacionais, conforme Damodaran (2005) estão o caixa e equivalentes de caixa; investimentos em ações e títulos de outras empresas; investimentos em outras entidades e; ativos que não geram fluxos de caixa, mas que podem conter valores significativos.

Hitchner (2003) ainda destaca que são as empresas de pequeno porte as que possuem uma maior quantidade de ativos e passivos não operacionais. Para o autor, a grande quantidade de retenção de caixa em excesso e outros ativos não operacionais por parte dos proprietários dessas empresas está relacionada à aversão ao risco, ao almejo de minimizar impostos e ao não cumprimento do princípio da entidade, isso porque os pequenos proprietários não têm em mente a clara divisão dos interesses pessoais e interesses da empresa.

Damodaran (2005) aponta alguns outros fatores que levariam não só as pequenas empresas, mas como também todas as outras a reter uma quantidade significativa de caixa e seus equivalentes: (i) fatores que influenciariam as necessidades operacionais (negócios orientados a dinheiro ou crédito, transações grandes ou pequenas e influência do sistema bancário); (ii) por motivo de precaução, para cobrir despesas não esperadas e contingências não especificadas (que podem ser agravadas pela volatilidade na economia, volatilidade nas operações, ambiente

competitivo e alavancagem financeira); (iii) perspectivas futuras de investimentos de capital (magnitude e incerteza sobre esses investimentos, acesso aos mercados de capitais, assimetria de informações sobre investimentos); (iv) por motivos estratégicos (tentativa de tomar vantagem frente a outras empresas frente a oportunidades futuras); e (v) interesses da gerência/alta administração (nível de governança corporativa e nível de investimentos internos feitos por pessoas com informações privilegiadas, por exemplo, a gerência).

Quanto aos investimentos financeiros em títulos arriscados, Damodaran (2005) considera que as razões que levariam ao investimento nesses ativos não operacionais são: expectativa de retornos maiores, oportunidade de ganhar retornos excedentes e encontrar valores presentes positivos em títulos subavaliados, ou por serem investimentos empresariais justificados pela natureza da área de atividade da empresa. Algumas dessas e das outras razões listadas anteriormente podem se estender aos investimentos em outras empresas. Já outros ativos não operacionais, como por exemplo, terrenos que não estão em utilização, apesar de não gerarem fluxo de caixa, podem conter valores contábeis e de mercado significativos e a razão para estarem mantidos na empresa pode ser a intenção de um futuro investimento.

Não obstante os inúmeros motivos para os quais as empresas possuem ativos não operacionais, a questão fundamental encontra-se no dilema de inclusão ou não de tais ativos para a avaliação das empresas e para a construção de índices. Holton e Bates (2009) defendem que para o processo de avaliação de uma empresa é necessário fazer alguns ajustes e, dentre eles, deve-se remover os ativos não operacionais. Os autores justificam que, no processo de transação de venda, esses ativos que não fazem parte das operações, normalmente não fazem parte do acordo da transação. Portanto, é comum ajustar as demonstrações para que se retirem esses itens antes da análise.

Pratt, Reilly e Schweihs (2000) destacam que a teoria de se avaliar separadamente os ativos não operacionais dos ativos operacionais se apoia na suposição de que a liquidação de tais ativos pode se dar sem a deterioração ou dano das operações da empresa. Portanto, no caso em que o valor de mercado desses ativos é maior que o valor contábil, e que a intenção do analista seja o de remarcar

para mais, ainda assim leva-se em consideração fatores compensatórios, como os ganhos de capital, a renda ordinária de imposto, os custos de liquidação, entre outros.

Adicionalmente, Pratt, Reilly e Schweihs (2000) enfatizam que para a avaliação separada ou consolidada dos ativos não operacionais deve-se considerar a categorização da participação (majoritária ou minoritária) nos investimentos em outras empresas, bem como afirma Damodaran (2005). Pratt, Reilly e Schweihs (2000) e Damodaran (2005) concordam que não é despendida muita atenção aos ativos não operacionais até a sua liquidação, devido ao fato de tais ativos não gerarem ganhos não operacionais significativos e pelos seus benefícios serem poucos ou quase inexistentes para os acionistas minoritários. Contudo, mesmo quando a participação é majoritária, Pratt, Reilly e Schweihs (2000) sugerem a avaliação separada, pois quando o interesse é obter um controle majoritário, a avaliação deve focar as operações da empresa e não contar com a disposição e a contribuição dos ativos não operacionais.

Contudo, autores como Stowe et al (2002) defendem que, se a empresa possui valores significativos de ativos não operacionais (como excesso de caixa, excesso de títulos mobiliários, ou terrenos mantidos para investimento) deve-se considerar esses valores para o cálculo do valor da firma. Os autores consideram que o valor da empresa seria o valor dos seus ativos operacionais somados aos seus ativos não operacionais. Stowe et al (2002) ainda atentam para o fato de que quando os fluxos de caixa livre ou fluxos de caixa livre para o patrimônio líquido são calculados, não se leva em consideração qualquer investimento em caixa ou títulos mobiliários e, por esse motivo, deve-se somar esses valores aos dos ativos operacionais para o cálculo do valor da empresa.

Na visão de Hitchner (2003) há um consenso entre a maior parte dos analistas na avaliação da participação majoritária de uma empresa no quesito do ajuste dos ganhos e perdas dos ativos não operacionais e/ou do valor dos ativos em excesso. Esse seria o tratamento separado dos ativos não operacionais, removendo-os, descontando os valores das operações e adicionando-os de volta para o valor

descontado das operações. Todavia, o autor aponta que a grande discussão entre os analistas encontra-se na avaliação da participação minoritária.

Dessa forma, alguns analistas acreditam que o tratamento deve ser igual ao da participação majoritária, com um desconto de falta de controle e um desconto de ausência de mercado para ativos não operacionais, depois, ou antes, da adição de volta ao valor descontado operacional. Hitchner (2003) defende que o uso de um ou outro método depende da natureza de cada ativo não operacional, ou seja, da intenção por trás desses ativos e, também, de sua materialidade.

Pratt (2005) aponta algumas controvérsias sobre os ativos não operacionais, como por exemplo: a dificuldade de classificação de certos ativos em operacionais e não operacionais, que geralmente é uma das principais controvérsias que afetam o caixa; a questão se o valor é baseado em uma base minoritária ou majoritária, o que irá determinar o tratamento a ser feito; o problema de determinação da adequação de ativos para a sustentação das operações da companhia, que determinará o valor dos ativos em excesso.

No caso da classificação de ativos em operacionais e não operacionais, Pratt (2005) propõe como dilema que, se o ativo é classificado como não operacional e não gera multa ou receita, e se esse valor é adicionado ao da empresa, resultará em um valor mais alto do que se esses ativos fossem considerados como operacionais. Neste caso, a classificação poderia ser determinada pela base em que se enquadra a avaliação, se majoritária ou minoritária, bem como afirma Hichtner (2003). No caso de uma avaliação majoritária o valor desses ativos não operacionais seria acrescentado ao valor. Na avaliação minoritária, Pratt (2005) ressalta que os ativos poderiam ser ignorados ou refletidos por um sutil aumento no múltiplo (inverso da taxa de capitalização) devido à presença desses ativos em excesso.

O problema destacado por Pratt (2005) e também por Damodaran (2005) da definição do montante necessário de ativos para suportar as operações de uma empresa, para a classificação dos ativos em operacionais e não operacionais, se encontra na dificuldade de estimação e subjetividade de se escolher o método adequado de cálculo. Bem como afirmam os autores, o exemplo mais típico e mais controverso seria a determinação apropriada do capital de giro. Damodaran (2005)

utiliza o exemplo de três métodos geralmente adotados pelos analistas: (i) regra do dedo, na qual os analistas adotam uma variação amplamente utilizada como, por exemplo, o caixa operacional, sendo 2% do valor total das receitas; (ii) média por área de atividade, no qual o valor acima da média do setor é considerado excesso de caixa e; (iii) regressões *cross-sectional*, em que é feita uma regressão do saldo de caixa para a empresa de forma individual contra medidas específicas de cada empresa quanto ao risco, crescimento, necessidade de investimento e governança corporativa, entre outras.

No caso dos excessos de caixa, a base de avaliação também é relevante para a determinação do tratamento de tais ativos. Os participantes majoritários têm a possibilidade de mudar a política de capital de giro. Já os participantes minoritários, no caso de uma empresa em continuidade, não têm controle sobre tais mudanças e no caso dos minoritários nenhum ajuste deverá ser feito, conforme Pratt (2005).

Diante desse dilema entre a opinião dos analistas em relação aos ajustes necessários ao processo de avaliação no âmbito dos ativos não operacionais, nota-se a importância da especificação da forma de avaliação e dos ajustes feitos pelos analistas em seu processo de avaliação do valor da empresa objeto de análise. Também é destacada a dificuldade de cálculo do valor de certos ativos não operacionais, o que dificulta ainda mais um tratamento homogêneo por parte dos analistas em relação a tais itens e requer uma maior fundamentação por parte dos analistas ao apresentarem tais valores nos ajustes feitos para a avaliação de empresas.

## 2.2 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

De acordo com Pinto et al (2010), a avaliação do fluxo de caixa descontado de um título apura o valor inerente como o valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados. Os autores afirmam que a avaliação do valor das ações das empresas pode ser feita tanto diretamente com base no fluxo de caixa líquido para os acionistas (FCLA), quanto indiretamente por meio do fluxo de caixa líquido da empresa (FCLE), estimando o valor da firma com a posterior dedução das dívidas para se estimar o valor das ações da entidade.

Damodaran (2002) destaca que o fluxo de caixa líquido para os acionistas pode ser calculado da seguinte maneira, conforme o Quadro 1:

**Quadro 1** – Fluxo de Caixa Líquido para o Acionista – FCLA

FCLA = Lucro Líquido

- Dispendios para aquisição de imobilizado
- + Depreciação
- Variação do investimento operacional em giro
- + Novos empréstimos contraídos
- Pagamento da dívida

Legenda: FCLA – Fluxo de Caixa Líquido para o Acionista

Fonte: Adaptado de Damodaran (2002)

Já para a determinação do fluxo de caixa líquido para a empresa (FCLE), Damodaran (2002) afirma ser possível calculá-lo de duas maneiras distintas. Uma por meio do FCLA adicionado ao fluxo de caixa a terceiros e ao fluxo de caixa a acionistas preferenciais. A outra de acordo com o seguinte cálculo, destacado no Quadro 2:

**Quadro 2** – Fluxo de Caixa Líquido para a Empresa – FCLE

Fluxo de Caixa Líquido para a Empresa = LAJIR (1- Alíquota)

- + Depreciação
- Dispendio para aquisição de imobilizado
- Δ do Capital de giro

LAJIR: Lucro antes dos juros e do imposto de renda.

Fonte: Adaptado de Damodaran (2002)

De acordo com Pinto et al (2010) e Damodaran (2002), a avaliação das empresas é realizada por meio do desconto do fluxo de caixa das empresas por meio de uma taxa denominada custo médio ponderado de capital, ou WACC – *Weighted Average Cost of Capital*. Contudo, como foi afirmado anteriormente, as empresas podem ser avaliadas tanto com base no FCLA quanto pelo FCLE. Portanto, a taxa de

desconto a ser utilizada depende do modelo de fluxo de caixa a ser adotado, como pode ser observado do Quadro 3.

**Quadro 3** - Relação entre Tipo de Fluxo de Caixa e Taxa de Desconto

Fluxo de Caixa	Taxa de Desconto
Fluxo de Caixa Operacional ou Fluxo de Caixa Livre ( <i>Free Cash Flow</i> )	Custo médio ponderado de capital
Fluxo de Caixa dos Acionistas	Custo do capital próprio
Fluxo de Capital	Custo médio ponderado de capital sem economia de impostos

Fonte: SILVA (2005), adaptado de Fernandez (2000).

Fernandez (2007) afirma que os fluxos de caixa descontados mais utilizados, quando calculados da maneira correta, sempre resultam no mesmo valor. Ou seja, o fluxo de caixa livre descontado pelo WACC; o fluxo de caixa disponível para os acionistas descontado pelo custo do capital próprio; o fluxo de capital descontado pelo WACC antes dos impostos; e o valor presente ajustado apresenta o mesmo valor final. O autor declara que essa afirmação é um tanto lógica, pois todos esses métodos buscam analisar uma mesma realidade sob as mesmas hipóteses, o que levaria a um mesmo resultado, mesmo partindo de diferentes pontos na avaliação.

### 2.3 OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES E LAUDO DE AVALIAÇÃO

De acordo com a Instrução CVM nº 361 (2002), art. 2º § 3º:

[...] 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. (p. 2)

A OPA pode ser classificada nas seguintes modalidades, ainda de acordo com o art. 2º da instrução em comento: (i) OPA para cancelamento de registro; (ii) OPA por aumento de participação; (iii) OPA por alienação de controle; (iv) OPA voluntária; (v) OPA para aquisição de controle de companhia aberta; (vi) OPA

concorrente. As três primeiras modalidades listadas são OPAs obrigatórias e as três restantes são OPAs voluntárias. O § 1º desse mesmo artigo determina que as OPAs obrigatórias devem ser registradas perante a CVM; bem como as OPAs voluntárias e as para aquisição de controle da companhia aberta, quando envolverem permuta por valores mobiliários; e as OPAs concorrentes, quando suas concorrentes forem sujeitas a registro perante a CVM.

O artigo 8º da Instrução CVM nº 361 (2002) informa que deverá ser elaborado um laudo de avaliação referente à companhia objeto sempre que a OPA for formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada. O § 1º desse artigo afirma que este laudo poderá ser preparado tanto pela instituição intermediária quanto pela sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários, ou por instituição financeira com carteira de investimento que possua área especializada ou empresa especializada, ambas com experiência comprovada. Com a edição da Instrução CVM nº 436 (2006), foi revogado o § 3º art. 8º da Instrução CVM nº 361 (2002) e foi determinado em um novo §3º que o laudo de avaliação obedeça ao estabelecido no anexo III, acrescentada por essa nova instrução da CVM no ano de 2006.

No anexo III da Instrução CVM nº 436 (2006), que expõe o conteúdo a ser apresentado pelo laudo de avaliação, em seu inciso XIV, determina que, quando o valor econômico for estabelecido pela regra do fluxo de caixa descontado, deverá ser observado para o seu cálculo, entre outros fatores, o seguinte:

c) deverão ser considerados os ajustes feitos por outros ativos e passivos não capturados pelo fluxo de caixa operacional, incluindo dívida financeira, contingências, posição de caixa, ativos e passivos não operacionais, entre outros, cujos valores deverão ser fundamentados. (p. 1)

Bem como no item descrito anteriormente, os anexos listam detalhadamente quais informações devem estar presentes no laudo de avaliação. Portanto, com a edição do anexo III, acrescido pela Instrução CVM nº 436 (2006), foram esclarecidas

quais informações o laudo de avaliação deve conter e, dessa forma, pode-se avaliar se as empresas estão, ou não, seguindo as recomendações da CVM.

Frente ao exposto no item anterior e com o destaque auferido ao anexo III da Instrução CVM nº 436 (2006) aos ajustes feitos em relação aos ativos não operacionais, o estudo analisa se há uma convergência entre a teoria e a prática em relação a esse tema.

### 3 METODOLOGIA

Para desenvolver este estudo, utilizou-se de uma pesquisa documental e qualitativa com a aplicação de uma análise de conteúdo. Para tanto, os dados das empresas utilizados foram retirados dos laudos de avaliação e dos editais de oferta pública registradas na CVM. Os arquivos contemplam os anos de 2005 a 2010, totalizando 92 empresas.

Em decorrência da Instrução CVM nº 436 (2006) ter entrado em vigor a partir de 2007 e, dessa forma, apenas após 2006 há a especificação detalhada do conteúdo requerido no laudo de avaliação, a amostra foi dividida. Os anos de 2005 e 2006 foram analisados separadamente do período de 2007 a 2010. Assim, das 92 empresas, 37 (40%) são do período entre 2005 e 2006, e 55 (60%) entre 2007 e 2010.

Contudo, em 2008 duas empresas, sendo uma controlada da outra, apresentaram o mesmo laudo de avaliação e, portanto, o total real de empresas analisadas passou para 91. Ademais, nem todas as empresas continham o laudo de avaliação registrados na CVM e algumas apresentavam mais de um laudo, o que fez um total de 82 laudos de avaliação.

Com o intuito de verificar nos laudos de avaliação se a empresa especificou os “ativos não operacionais”, como requer o anexo III da Instrução CVM nº 436 (2006) em seu inciso XIV, alínea c, foi realizado um levantamento com base no sistema de busca do editor de texto utilizado para ler os laudos de avaliação das empresas. Na pesquisa foram utilizadas as seguintes palavras-chave: “ativos não operacionais”, “não operacionais” e “ajustes”. Caso fosse encontrada alguma dessas expressões, analisava-se diretamente o item especificado. Quando não havia nenhuma ocorrência dos termos utilizando-se o mecanismo de busca, optou-se por realizar a leitura

completa dos itens: “sumário executivo”, “considerações sobre metodologia e premissas adotadas”, “sumário das análises de avaliação”, “projeções financeiras” e “anexos”, contidos nos laudos dessas empresas para confirmar a não existência dos termos nos documentos.

Para a análise dos laudos de avaliação das empresas elaborou-se um banco de dados contendo as seguintes informações: a) nome da empresa; b) ano do registro; c) evento que desencadeou a oferta; d) nº de eventos; e) se a empresa continha ou não o laudo de avaliação; f) data do laudo; g) métodos de avaliação utilizados; h) nº de métodos; i) data-base para a avaliação; j) período analisado; k) se a palavra-chave “ativos não operacionais” foi encontrada pelo localizador; l) se a palavra-chave foi encontrada por meio da leitura dos autores; m) se constava na avaliação a presença do item “ativos não operacionais” e, n) trechos relevantes do texto.

Após a coleta das informações e da elaboração do banco de dados foi realizada o exame dos laudos de avaliação das empresas. Adicionalmente, a leitura do edital de oferta das empresas auxiliou a elaboração do banco de dados e a verificação de informações pertinentes não encontradas no laudo de avaliação. De tal modo, quando a palavra-chave “ativos não operacionais” estava presente, realizou-se a leitura do procedimento adotado pela empresa e depois foram transcritas algumas partes do texto no banco de dados para que fosse possível a consulta ao longo da pesquisa.

## 4 ANÁLISES E RESULTADOS

### 4.1 EMPRESAS ANALISADAS

Na pesquisa foi analisado um total de 82 laudos de avaliação. Considerando que o total de empresas analisadas foi de 91, nota-se que nem todas apresentaram o laudo e algumas registraram mais de um. Com base no o Quadro 4 é possível visualizar o panorama de apresentação dos laudos de avaliação.

**Quadro 4** – Informação das empresas que possuem laudos de avaliação registrados

Laudo Avaliação	2005	2006	Subtotal	2007	2008	2009	2010	Subtotal	Total
Sim	18	19	37	10	20	12	3	45	82

<b>Laudo Avaliação</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>Subtotal</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>Subtotal</b>	<b>Total</b>
Não	2	3	5	3	0	5	1	9	14
<b>Total</b>	<b>19</b>	<b>22</b>	<b>42</b>	<b>13</b>	<b>20</b>	<b>17</b>	<b>4</b>	<b>54</b>	<b>96</b>

Nem todas as empresas que registraram as suas ofertas públicas de aquisição de ações (OPA) possuíam o seu laudo de avaliação registrado, isso porque a elas foi concedido tratamento diferenciado para a dispensa dessa apresentação. De tal modo, 14 empresas conseguiram a dispensa, sendo 5 no primeiro período analisado (2005 a 2006) e 9 no segundo (2007 a 2010). Dentre as que apresentaram o laudo de avaliação, 77 no total, 32 registraram seu laudo no primeiro período e 45 no segundo período.

Contudo, nota-se que o total de laudos apresentado na tabela (82) não condiz com o número de empresas que forneceram o laudo de avaliação (77). A diferença de 5 laudos é devido ao fato de que 2 empresas apresentaram mais de um laudo de avaliação. No ano de 2005 uma empresa apresentou 4 laudos de avaliação distintos e em 2006 uma segunda empresa apresentou 3 laudos de avaliação diferentes. Ademais, essa última empresa destacada possui laudos em comum com uma terceira empresa. Casos repetidos foram considerados apenas uma vez.

Como mencionado anteriormente, de acordo com o art. 2º, da Instrução CVM nº 361 (2002), as ofertas públicas de aquisição de ações podem ser categorizadas nas seguintes modalidades: (i) cancelamento de registro; (ii) aumento de participação; (iii) alienação de controle; (iv) voluntária; (v) para aquisição de controle de companhia aberta e (vi) concorrente. Assim, nos Anexos A e B estão dispostas as Tabelas 1 e 2 que classificam a oferta pública de aquisição de ações (OPA) de acordo com as modalidades anteriormente listadas.

Para o período de análise de 2007 a 2008 (Anexo B), a categoria de “OPA para alienação de controle” foi a que mais desencadeou as ofertas públicas de ações, totalizando 29 eventos. Em seguida, na modalidade “cancelamento de registro”, foram classificadas 24 OPAs. Já para “OPA para aumento de participação” foram considerados 6 ocorrências; “OPA voluntária” e “OPA de aquisição de controle”

apresentam, cada uma, duas ofertas de aquisição de ações. Não houve nenhuma ocorrência de OPA concorrente.

No período anterior, de 2005 a 2006 (Anexo A), o evento de OPA que mais deu origem às Ofertas Públicas de Aquisição de Ações foi o “cancelamento de registro” com 27 aparições. Em segundo lugar, a “OPA por alienação de controle” totalizou 12 eventos. OPAs por “aquisição de controle” e “aumento de participação de controle” totalizaram 2 ofertas cada uma. Nesse período também não houve “OPAs concorrentes”.

É relevante destacar que, apesar da maioria das empresas terem apenas um evento como desencadeador da oferta pública de aquisição de ações, algumas empresas possuíam mais de um desses eventos de OPA, como pode ser observado no anexo A e B (portanto a soma dos eventos desencadeadores totaliza mais de 100% do número dos laudos de avaliação das empresas).

#### 4.2 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO

A análise das principais metodologias utilizadas para as avaliações das empresas também foi dividida entre os dois períodos de análise, anterior e posterior à Instrução CVM nº 361 (2002), com o intuito de verificar se as metodologias adotadas pelas empresas mudaram após a edição dessa norma. Como a Instrução supracitada exige o detalhamento das informações da avaliação da empresa, e também as justificativas da escolha dos métodos adotados, os métodos utilizados após essa norma tendem a se tornar mais homogêneos devido à tendência de escolha de um método mais amplamente aceito e adotado.

O Quadro 5, a seguir, apresenta a frequência da adoção dos métodos de avaliação nos diferentes períodos analisados:

**Quadro 5** – Métodos considerados mais adequados para a avaliação das empresas

<b>Principal Método de Avaliação</b>	<b>2005 a 2006</b>	<b>2007 a 2010</b>	<b>Total</b>
Fluxo de caixa descontado	25	39	64
Preço médio ponderado das ações	3	0	3
Valor patrimonial por ação	2	1	3

<b>Principal Método de Avaliação</b>	<b>2005 a 2006</b>	<b>2007 a 2010</b>	<b>Total</b>
Método dos ativos	2	0	2
Método comparativo direto	2	0	2
Valor de mercado das ações	1	0	1
Valor de transação recente	1	0	1
Múltiplos	1	5	6
<b>Total</b>	<b>37</b>	<b>45</b>	<b>82</b>

Como pode ser observado no Quadro 5, os métodos considerados pelas empresas diminuíram em diversificação. Antes da edição da Instrução da CVM nº 361 (2002) as empresas, apesar de a maioria adotar o fluxo de caixa descontado, adotavam um número maior de metodologias diferenciadas. No segundo período (2007 a 2010) apenas o fluxo de caixa descontado (87%), o método dos múltiplos (12%) e o valor patrimonial por ação (1%) foram aplicados.

De tal modo, realizou-se uma verificação a respeito da quantidade de metodologias utilizadas por uma empresa para a avaliação do preço das ações, de acordo com o Quadro 6, a seguir:

**Quadro 6** - Quantidade de metodologias utilizadas pelas empresas para a avaliação do preço das ações

<b>Quantidade de metodologias adotadas</b>	<b>2005 a 2006</b>	<b>2007 a 2010</b>	<b>Total</b>	<b>%</b>
1	3	2	5	6%
2	3	5	8	10%
3	21	30	51	62%
4	10	4	14	17%
5	0	4	4	5%
<b>Total</b>	<b>37</b>	<b>45</b>	<b>82</b>	<b>100%</b>

Conforme apresentado no Quadro 6, verificou-se que em 62% dos laudos de das empresas utilizam 3 metodologias distintas para a avaliação dos preços das ações das empresas. Na maior parte dos casos, os laudos de avaliação apresentam as metodologias indicadas na Instrução CVM nº 361 (2002), art. 8º, § 3º incisos I, II e III, que listam especificadamente e respectivamente as metodologias do preço médio ponderado de cotação das ações na bolsa de valores ou no mercado, valor do patrimônio líquido por ação e, valor econômico da companhia calculado pelo FCD ou por múltiplos. No caso da avaliação da quantidade de metodologias foi considerado que o fluxo de caixa descontado e o cálculo por múltiplos eram metodologias distintas, apesar de no inciso III do § 3º do Art. 8º da instrução anteriormente citada elas se encontrarem na metodologia do valor econômico conjuntamente.

A metodologia de fluxo de caixa descontado foi a metodologia mais utilizada pelas empresas como melhor método de avaliação, portanto, foi feito um estudo mais aprofundado analisando qual modelo de fluxo de caixa que mais foi adotado pelas empresas entre o fluxo de caixa livre para os acionistas ou fluxo de caixa livre para a empresa. Conforme o Quadro 7 a seguir, pode-se observar que dentre os 64 laudos de avaliação das empresas analisadas que utilizavam o FCD como o principal método, 50 adotaram o fluxo de caixa líquido, sendo 20 no primeiro período e 30 no segundo.

O fluxo de caixa para os acionistas foi empregado em apenas 14 LDOs. É oportuno ressaltar que uma empresa adotou os dois modelos de fluxo de caixa; contudo, para a análise, foi considerado o modelo apresentado pela empresa como mais adequado e dessa maneira considerou-o no fluxo de caixa para os acionistas.

Nos anexos C e D encontram-se as listas das empresas que adotaram o fluxo de caixa descontado como o método mais apropriado. Esses anexos contêm como dados a quantidade de anos adotada pela empresa como período de análise e o modelo adotado – se fluxo de caixa líquido para os acionistas (FCLA) ou fluxo de caixa líquido para a empresa (FCLE).

No Quadro 7, a seguir, são apresentados os modelos utilizados (FCLE ou FCLA) pelas empresas, assim como o espaço temporal empregado nas análises apresentadas.

**Quadro 7** - Modelos utilizados pelas empresas e o horizonte considerado para análise

<b>Modelo Adotado</b>	<b>Período 2005-2006</b>	<b>Período 2007-2010</b>	<b>Total</b>
FCLE	20	30	50
FCLA	5	9	14
Total	25	39	64
<b>Espaço Temporal</b>	<b>2005-2006</b>	<b>2007-2010</b>	<b>Total</b>
5 anos	2	3	5
6 anos	1	6	7
7 anos	5	1	6
8 anos	2	2	4
9 anos	0	3	3
10 anos	13	18	31
11 anos	2	3	5
13 anos	0	1	1
30 anos	0	1	1
37 anos	0	1	1
Total	25	39	64

Com a observação do Quadro 7 é possível notar que a maioria das empresas utiliza o FCLE e não há uma variação considerável entre os períodos. Observa-se ainda que o número de anos geralmente adotado pelas empresas como horizonte de análise para o método de fluxo de caixa adotado é de 10 anos. Nota-se também que no segundo período tiveram algumas ocorrências espaços temporais maiores, de 30 e 37 anos. Esses períodos maiores de análise se justificam pelo fato de que uma dessas empresas é uma transmissora de energia elétrica e baseou o seu período de análise

no prazo de suas concessões; já a outra empresa é uma indústria de minério de ferro e baseou seu período de análise na vida útil das minas dos projetos.

#### 4.3 ATIVOS NÃO OPERACIONAIS

A análise do anexo III da Instrução CVM nº 436 (2006) em seu inciso XIV alínea c, que trata dos ativos não operacionais como item que compõe o laudo de avaliação, foi feita através do localizador do editor de texto pela busca das palavras-chave: “ativos não operacionais”, “não operacionais” e “ajustes” e por meio de uma leitura mais aprofundada do laudo caso não fosse encontrado pelo localizador. Portanto, para cada laudo de avaliação foi feita essa pesquisa e para a formulação do banco de dados também foram tirados trechos dos laudos de avaliação para que fosse possível analisar melhor o tratamento dado pelas empresas em relação a esse item.

Dentre os 64 laudos de avaliação que utilizavam o método de fluxo de caixa descontado para a avaliação da empresa, 28 continham o item “ativo não operacional”. Contudo, isso não significa que todas essas empresas consideraram os ativos não operacionais na sua análise. Como a primeira busca por esse item foi feita por meio do localizador do editor de texto, alguns dos laudos listados possuíam esse item apenas especificando que não os utilizavam para a sua análise. Alguns dos laudos possuíam esse item, porém foram encontrados apenas com uma leitura mais aprofundada do LDO. Os outros 36 laudos não continham a palavra-chave “ativos não operacionais”.

A partir do quadro 8 pode-se notar que a maioria dos laudos do período de 2005 a 2006 foram encontrados através do localizador, sendo que apenas dois foram encontrados por meio de uma pesquisa mais aprofundada do LDO. No quadro 05, a primeira coluna intitulada “Ativo não operacional” indica se a empresa utiliza ou não os ativos operacionais em sua análise, já a segunda e terceira coluna “localizador” e “leitura”, respectivamente, indicam a forma que esse item foi encontrado nos laudos de avaliação. Quatro das seis empresas que não utilizavam os ativos não operacionais na sua avaliação possuíam o seguinte trecho em seu laudo: “Não foram considerados ativos não operacionais nesta análise.”. As outras duas

continham a palavra-chave “ativos não operacionais” e acreditavam que o valor da empresa também deveria considerar tais itens, contudo esses itens não foram especificados em tais laudos ou foi justificado que os valores de tais itens eram baixos e de difícil mensuração.

**Quadro 8** - Empresas registradas na CVM que utilizam os itens ativos não operacionais na sua avaliação no período 2005-2006

ANO	EMPRESA	NÃO OP	LOC	LT
2005	CMA Participações S.A.	SIM	SIM	SIM
2005	Companhia Siderúrgica Paulista - COSIPA	SIM	SIM	SIM
2005	Dana - Albarus S.A. Indústria e Comércio	NÃO	SIM	SIM
2005	Servix Engenharia S.A.	SIM	NÃO	SIM
2006	Banco do Estado do Ceará S.A. - BEC	SIM	SIM	SIM
2006	Cia Fabril Mascarenhas	SIM	NÃO	SIM
2006	Embratel Participações S.A.	NÃO	SIM	SIM
2006	Ferrobán Ferrovias Bandeirantes S.A.	NÃO	SIM	SIM
2006	LDO Ferrobán II (ALL)	NÃO	SIM	SIM
2006	Ferronorte S.A. Ferrovias Norte Brasil	NÃO	SIM	SIM
2006	Jari Celulose S.A.	NÃO	SIM	SIM

Legenda: NÃO OP: Ativo Não Operacional. LOC: Localizador. LT: Leitura.  
S.A.: Sociedade Anônima. Cia.: Companhia.

Já as cinco empresas que utilizavam os ativos não operacionais em sua avaliação, nesse período de 2005 a 2006, adicionavam ou deduziam os valores dos ativos e passivos não operacionais ao valor descontado da empresa, como ajustes para o cálculo devido do valor da empresa. A maior parte dessas empresas declarou que consideraram os ativos não operacionais em seus ajustes, porém não os especificaram no laudo.

No Quadro 9 foi realizada a mesma análise para o período de 2007-2010, após a Instrução da CVM 436 (2006), a seguir:

**Quadro 9** - Empresas registradas na CVM que utilizam os itens ativos não operacionais na sua avaliação no período 2007-2010

ANO	EMPRESA	NÃO OP	LOC	LT
2007	Arcelor Brasil S.A.	NÃO	NÃO	SIM
2007	Companhia Eldorado de Hotéis	NÃO	SIM	NÃO
2007	Magnesita S.A.	SIM	SIM	SIM
2007	Plascar Participações Industriais S.A.	SIM	SIM	SIM
2007	Trafo Equipamentos Elétricos S.A.	SIM	SIM	SIM
2008	Cia Leco de Produtos Alimentícios	NÃO	SIM	SIM
2008	Cia Iguaçu de Café Solúvel	SIM	SIM	SIM
2008	Construtora Adolpho Lindenberg S.A.	NÃO	SIM	SIM
2008	Cosan S.A. Indústria e Comércio	SIM	SIM	SIM
2008	Granóleo S.A. Comércio Indústria de Sementes Oleag e Derivados	SIM	SIM	SIM
2008	Petroquímica União S.A.	SIM	SIM	SIM
2008	S.A. Fábrica Produtos Alimentícios Vigor	NÃO	SIM	SIM
2008	Sul America Cia Nacional de Seguros	SIM	SIM	SIM
2009	Abyara Planejamento Imobiliário	NÃO	SIM	SIM
2009	Globex Utilidades S.A.	SIM	SIM	SIM
2009	Indústrias Arteb	SIM	SIM	SIM
2010	Cia Maranhense de Refrigerantes	SIM	SIM	SIM

Legenda: NÃO OP: Ativo Não Operacional. LOC: Localizador. LT: Leitura.  
S.A.: Sociedade Anônima. Cia.: Companhia.

No período de 2007-2010 onze empresas utilizaram os ativos não operacionais na sua avaliação e 6 não utilizaram, formando um total de 17 empresas que continham a palavra-chave pesquisada. Quatro das seis empresas que não utilizaram os “ativos não operacionais” declararam por meio de trechos de seus laudos que não incluíam tais itens em suas avaliações. As demais empresas (2 empresas, consideradas como “não” na primeira coluna do Quadro 09) não continham informações detalhadas e não especificavam quais eram os ativos não operacionais; portanto, não foi possível avaliar se tais empresas realmente consideravam tais itens

em sua avaliação. Das onze empresas que consideravam os ativos não operacionais em sua análise, quatro especificavam quais eram tais ativos e incluíam tais itens em uma tabela separada. O procedimento dessas empresas em relação aos itens não operacionais está de acordo com a literatura. Bem como afirma Hitchner (2003), esse é o tratamento geralmente aceito pela maior parte dos analistas. Contudo, como pôde ser observado ao longo da pesquisa, sabe-se que os analistas geralmente incluem os ativos e passivos não operacionais nos ajustes feitos após a determinação do valor presente operacional, porém não são especificados como foram determinados os valores de tais itens. Apesar da Instrução CVM nº 436 (2006) adicionar o anexo III com as especificações do que deve ser incluído no laudo de avaliação, não houve mudança significativa do tratamento por parte dos analistas em relação a esse item na LDO.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa teve como objetivo verificar a teoria sobre os “ativos não operacionais” e os tratamentos auferidos pelos analistas para esses itens. Para verificar o que a literatura profere sobre o tema, foi realizada uma revisão bibliográfica acerca desse assunto. Com o intuito de averiguar se os procedimentos sugeridos na literatura estão sendo obedecidos na prática, foi realizada uma análise dos laudos de avaliação registrados na CVM das empresas com ofertas públicas de aquisição de ações.

A partir da análise dos laudos de avaliação das empresas pode-se verificar que a maioria das empresas adota o fluxo de caixa descontado (FCD) como o principal método de avaliação de suas empresas. Dentre os 82 laudos analisados, 64 utilizavam o FCD. Desses 64 laudos, 28 continham o item “ativo não operacional”. Desse número, apenas 16 empresas consideravam realmente os ativos operacionais em suas análises; 8 declaravam claramente em trechos do laudo que não consideravam os “ativos não operacionais” em sua análise e 4 declaravam que tais itens deveriam ser considerados na avaliação, porém não foram especificados e não foi possível saber qual o tratamento adotado pela entidade.

Alguns autores concordam que os ativos não operacionais devem ser considerados nas avaliações das empresas, sendo que o valor de tais itens deve ser ajustado ao valor presente operacional. No estudo foi verificado que dos 64 laudos (25 do período de 2005-2006 e 39 do período de 2007-2010) que utilizavam o fluxo de caixa descontado com metodologia principal. Entretanto, apenas 16 consideravam realmente tais ativos não operacionais, sendo 5 do primeiro período analisado e 11 do segundo. Ou seja, 25% do período de 2005-2006 e 28,20% do período de 2007-2010 aplicaram os ativos operacionais no cálculo do valor da empresa. Na prática, portanto, nota-se que esse número não aumentou consideravelmente (apenas 3,2% a mais) após a edição da Instrução CVM nº 436 (2006), que especifica quais são os itens que devem constar no laudo de avaliação, incluindo inclusive os ativos não operacionais.

Com a análise dos 28 laudos que continham a palavra-chave “ativos não operacionais” foi possível verificar que o tratamento dos ativos não operacionais condiz com o que a literatura sugere. Um pouco mais da metade das empresas (16 empresas, cerca de 57%) incluíam os ativos não operacionais após o cálculo do valor do fluxo de caixa operacional descontado como ajustes para a determinação do valor da empresa. Contudo, há de ser destacar que tais laudos não apresentavam a memória de cálculo. Uma das questões fundamentais em relação a tais ativos é a discussão acerca de como calcular o valor dos ativos não operacionais. Portanto, quanto a esse quesito não foi possível analisar como os analistas procedem.

Como igualmente observado na literatura, alguns laudos (8 laudos no total dos que continham a palavra-chave “ativos não operacionais”) declaravam explicitamente que não consideravam tais itens em sua avaliação. Os demais laudos não definiam claramente se consideravam tais itens ou não. Portanto, nota-se que essa discussão que permeia entre os autores na literatura em relação aos ativos não operacionais na avaliação das empresas também é refletida na prática. Isso porque, bem como não é um consenso por parte dos autores o tratamento de tais ativos não operacionais no processo de avaliação das empresas, nota-se que na prática também não há um consenso entre os analistas.

Finalmente, sugere-se que futuras pesquisas examinem a percepção dos analistas responsáveis pela elaboração dos laudos de avaliação e dos editais de oferta pública registradas na CVM quanto às exigências contidas na Instrução CVM nº 436 (2006) e quanto às reais evidenciações por eles realizadas. Tal estudo teria como propósito enriquecer a literatura sobre o assunto de forma a dar robustez para futuras exigências quanto ao que é publicado nos laudos, assim como instruir os usuários dessas informações sobre o que é esperado teoricamente e o que é efetuado na prática.

## REFERÊNCIAS

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução nº 361**, de 5 de março de 2002. Dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta por valores mobiliários, revoga a Instrução CVM nº 229, de 16 de janeiro de 1995, a Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999 e a Instrução CVM nº 345, de 4 de setembro de 2000, e dá outras providências. Brasília, 2002.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução nº 436**, de 5 de julho de 2006. Acrescenta o Anexo III e altera a Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002, que dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta por valores mobiliários, revoga a Instrução CVM nº 229, de 16 de janeiro de 1995, a Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999 e a Instrução CVM nº 345, de 4 de setembro de 2000, e dá outras providências. Brasília, 2006.

DAMODARAN, Aswath. **Dealing with cash, cross holdings and other non-operating assets**: approaches and implications. Social Science Research Network, set. 2005. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=841485](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=841485)>. Acesso em: 25 de maio de 2011.

DAMODARAN, Aswath. **Investment valuation**. 2. Ed. Nova York: John Wiley & Sons, 2002.

FERNADEZ, Pablo. **Equivalence of the different discounted cash flow valuation methods**: different alternatives for determining the discounted value of tax shields and their implications for the valuation. Social Science Research Network, out. 2007. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=182308](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=182308)> Acesso em: 10 de fev. de 2011.

HITCHNER, James R. **Financial valuation**: Applications and Models. Nova York: John Wiley & Sons, 2003.

HOLTON, Lisa ; BATES, Jim. **Business valuation for dummies**. Indiana: Wiley Publishing, 2009.

MULLER, Aderbal N.; TELÓ, Admir Roque. Modelos de avaliação de empresa. **FAE**, Curitiba, v. 6, n. 2 , p. 97 - 112, maio/dez. 2003.

PINTO, Jerald E.; HENRY, Elaine; ROBINSON, Thomas R.; STOWE, John D.. **Equity asset valuation**. 2. ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2010.

PRATT, Shannon P. **The market approach to valuing businesses**. 2. ed., John New York: Wiley & Sons, Inc., 2005.

PRATT, Shannon P.; REILLY, Robert F.; SCHWEIHS, Robert P. **Valuing a business**. 4 ed. Estados Unidos: McGraw-Hill, 2000.

SILVA, Josué L. **Avaliação econômica dos incentivos fiscais e financeiros**: uma análise das empresas industriais têxteis localizadas no Rio Grande do Norte no período de 1999 a 2003. 2005. 105 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UNB, UFPB, UFPE e UFRN. Natal, 2005.

STOWE, John D.; ROBINSON, Thomas R.; PINTO, Jerald E.; MCLEAVEY, Dennis W. **Analysis of equity investments**: Valuation. Virginia: AIMR, 2002.

**APÊNDICE A - Empresas que adotam o fluxo de caixa descontado como o método principal de avaliação (período de 2005 e 2006)**

ANO	EMPRESA	1	2	3	4	5	6
2005	AES Sul Distribuidora Gaúcha de Energia S.A.				X		
2005	AGF Brasil Seguros S.A.	X					
2005	Cia Tecidos Santanense*			X			
2005	CMA Participações S.A.	X					
2005	Companhia de Bebidas das Américas - Ambev			X			
2005	Companhia Fluminense de Refrigerantes	X					
2005	Companhia Siderúrgica de Tubarão		X	X			
2005	Companhia Siderúrgica Paulista - Cosipa*	X					
2005	Dana - Albarus S.A. Indústria e Comércio	X					
2005	Ecisa Engenharia Comércio e Indústria S.A.	X					
2005	Nova Aliança S.A. (LDO I)	X					
2005	Nova Aliança S.A. (LDO IV)	X					
2005	Nova Aliança S.A. (LDO III)	X					
2005	Nova Aliança S.A. (LDO II)	X					
2005	Polipropileno Participações S.A.	X					
2005	Polipropileno S.A.	X					
2005	Seara Alimentos S.A.	X					
2005	Servix Engenharia S.A.	X					
2005	Steviafarma Industrial S.A.	X					
2005	Technos Relógios S.A.	X					
2006	Acesita S.A.			X			
2006	Aços Vilarés S.A.			X			
2006	Bacraft S.A. Indústria de Papel	X					
2006	Banco do Estado do Ceará S.A. - BEC	X					
2006	Centrais Elétricas do Pará S.A. - Celpa*					X	
2006	Cia Fabril Mascarenhas	X					

ANO	EMPRESA	1	2	3	4	5	6
2006	Cia Maranhense de Refrigerantes	X					
2006	Companhia Brasileira de Distribuição*			X			
2006	CTEEP- Cia Transmissora de Energia Elétrica Paulista			X			
2006	Eletromoura S.A.	X					
2006	Embratel Participações S.A.	X					
2006	Ferrobán Ferrovias Bandeirantes (LDO)			X			
	(Ldo All)			X			
	(LDO ALL, Ferrovias Bandeirantes S.A. ("Ferrobán") E Ferronorte S.A.)			X			
2006	Ferronorte S.A. Ferrovias Norte Brasil			X			
2006	Fertibras S.A.	X					
2006	Indústrias Micheletto S.A.			X			
2006	Jari Celulose S.A.	X					
2006	Kuala S.A.	X					
2006	Manasa Madeireira Nacional S.A.	X					
2006	São Carlos Empreendimentos e Participações S.A.		X				
2006	Torcedor S.A.*	X					

\*Empresas com dispensa de registro de laudo de avaliação

Legenda: 1: Cancelamento de registro. 2: Aumento de participação de controle. 3: Alienação de controle. 4: Voluntária. 5: Aquisição de controle. 6: Concorrente.

S.A.: Sociedade Anônima. Cia. Companhia

**APÊNDICE B - Empresas que adotam o fluxo de caixa descontado como o método principal de avaliação (período de 2007 a 2010)**

ANO	EMPRESA	1	2	3	4	5	6
2007	Arcelor Brasil S.A.	X				X	
2007	Banex S.A. - Crédito, Financiamento e Investimento	X					
2007	Calçados Azaléia S.A.*			X			
2007	Cia. Brasileira de Petróleo Ipiranga			X			
2007	Companhia Brasileira de Cartuchos	X					
2007	Companhia Eldorado de Hotéis	X					
2007	Companhia Petroquímica do Sul (Copesul)	X					
2007	Elektro Eletricidade e Serviços S.A.*			X			
2007	Light S.A.*			X			
2007	Magnesita S.A.			X			
2007	Plascar Participações Industriais S.A.					X	
2007	Santista Têxtil S.A.	X					
2007	Trafo Equipamentos Elétricos S.A.	X		X			
2008	Amazônia Celular S.A.			X			
2008	Arcelormittal Inox Brasil S.A.	X					
2008	Calçados Azaléia S.A.	X	X				
2008	Cia Leco de Produtos Alimentícios	X					
2008	Cia Iguaçu de Café Solúvel		X				
2008	Construtora Adolpho Lindenberg S.A.			X			
2008	Cosan S.A. Indústria e Comércio				X		
2008	Eleva Alimentos S.A.			X			
2008	Geodex Communications S.A.	X					
2008	Granóleo S.A. Comércio Indústria de Sementes e Derivados	X	X				
2008	Indústrias Micheletto S.A.	X					
2008	Ironx Mineração S.A.			X			
2008	Petroflex Indústria e Comércio S.A.	X		X			
2008	Petroquímica União S.A.	X					
2008	S.A. Fabrica Produtos Alimentícios Vigor	X					
2008	Semp Toshiba S.A.	X					
2008	Sul América Cia NAACL Seguros	X					
2008	Suzano Petroquímica S.A.			X			
2008	Tele Norte Celular Participações S.A.			X			

2008	Telemig Celular Participações S.A <sup>1</sup>			X			
2008	Telemig Celular S.A <sup>1</sup>						
2009	Abyara Planejamento Imobiliário			X			
2009	Aracruz Celulose			X			
2009	Banco Nossa Caixa*			X			
2009	Brasil Telecom Participações S.A.			X			
2009	Brasil Telecom S.A.			X			
2009	Cia de Seguros Minas Brasil			X			
2009	Excelsior Alimentos		X	X			
2009	Globex Utilidades S.A.		X	X			
2009	Hopi Hari*			X			
2009	Inds Arteb	X					
2009	Mahle Metal*				X		
2009	Medial Saúde			X			
2009	Melpaper	X					
2009	Parmalat Brasil	X					
2009	Recrusul*			X			
2009	Refinaria Manguinhos*			X			
2009	Renner Participações S.A.	X					
2010	GVT	X	X	X			
2010	Milleniun Org. Chem. S.A.*			X			
2010	Terna Participações S.A.			X			
2010	Cia Maranhense de Refrigerantes	X					

Legenda: \*Empresas com dispensa de registro de laudo de avaliação (1) Laudo de avaliação controlador e controlada igual. 1: Cancelamento de registro. 2: Aumento de participação de controle. 3: Alienação de controle. 4: Voluntária. 5: Aquisição de controle. 6: Concorrente. S.A.: Sociedade Anônima. Cia.: Companhia.

**APÊNDICE C - Empresas que adotaram o fluxo de caixa descontado como o método mais apropriado para a avaliação da empresa 2005-2006**

<b>Ano</b>	<b>EMPRESA</b>	<b>ANOS</b>	<b>MODELO</b>
2005	AGF Brasil Seguros S.A.	10	FCLA
2005	CMA Participações S.A.**	7	FCLA
2005	Companhia de Bebidas das Américas - Ambev	10	FCLE
2005	Companhia Fluminense de Refrigerantes	10	FCLE
2005	Companhia Siderúrgica Paulista - Cosipa**	10	FCLE
2005	Dana - Albarus S.A. Indústria e Comércio	10	FCLE
2005	Ecisa Engenharia, Comércio e Indústria S.A.	8	FCLE
2005	Seara Alimentos S.A.	10	FCLA
2005	Servix Engenharia S.A.**	10	FCLE
2005	Technos Relógios S.A.	5	FCLE
2006	Acesita S.A.	8	FCLE
2006	Aços Vilarés S.A.	10	FCLE
2006	Bacraft S.A. Indústria de Papel	5	FCLA FCLE
2006	Banco do Estado do Ceará S.A. - BEC**	10	FCLA
2006	Cia Fabril Mascarenhas**	11	FCLE
2006	Cia Maranhense de Refrigerantes	11	FCLE
2006	CTEEP Cia Transmissora Energia Elétrica Paulista	10	FCLE
2006	Embratel Participações S.A.**	10	FCLE
2006	Ferrobán Ferrovias Bandeirantes S.A.**	7	FCLE
2006	(Ldo All)	7	FCLE
2006	(LDO ALL, Ferrovias Bandeirantes S.A. (Ferrobán) e Ferronorte S.A.)	7	FCLE
2006	Ferronorte S.A. Ferrovias Norte Brasil**	7	FCLE
2006	Fertibras S.A.	10	FCLE
2006	Jari Celulose S.A.**	6	FCLE
2006	São Carlos Empreendimentos Participações S.A.**	10	FCLE

Legenda: \*\*Empresas que continham as palavras-chave "ativo não operacional" em seus laudos. FCLA: Fluxo de Caixa Líquido dos Acionistas. FCLE: Fluxo de Caixa Líquido da Empresa. S.A.: Sociedade Anônima. Cia.: Companhia.

**APÊNDICE D** – Empresas que adotaram o fluxo de caixa descontado como o método mais apropriado para a avaliação da empresa no período de 2007-2010

ANO	EMPRESA	QUANTIDADE ANOS NA ANÁLISE	DE	MODELO DE FCD
2007	Arcelor Brasil S.A.**	10		FCLE
2007	Banex S.A. Crédito, Financiamento e Investimento	10		FCLA
2007	Cia. Brasileira Petróleo Ipiranga	10		FCLE
2007	Companhia Brasileira de Cartuchos	8		FCLE
2007	Companhia Eldorado de Hotéis**	10		FCLA
2007	Companhia Petroquímica do Sul Copesul	10		FCLE
2007	Magnesita S.A.**	10		FCLE
2007	Plascar Participações Industriais S.A.**	6		FCLE
2007	Santista Têxtil S.A.	5		FCLE
2007	Trafo Equipamentos Elétricos**	10		FCLE
2008	Arcelormittal Inox Brasil S.A.	6		FCLE
2008	Calçados Azaléia S.A.	10		FCLE
2008	Cia Leco Produtos Alimentícios**	6		FCLE
2008	Cia. Iguaçu de Café Solúvel**	6		FCLE
2008	Construtora Adolpho Lindenberg**	10		FCLA
2008	Cosan S.A. Indústria e Comércio**	11		FCLE
2008	Eleva Alimentos S.A.	11		FCLE
2008	Granóleo S.A. Comércio Indústria de Sementes e Derivados **	10		FCLE
2008	Indústrias Micheletto S.A.	5		FCLE
2008	Ironx Mineração S.A.	37		FCLE
2008	Petroflex Indústria e Comércio S.A	8		FCLE
2008	Petroquímica União S.A.**	10		FCLE
2008	S.A. Fábrica Produtos Alimentícios Vigor**	6		FCLE
2008	Semp Toshiba S.A.	7		FCLA
2008	Sul América Cia Nacional de Seguros**	6		FCLA
2008	Suzano Petroquímica S.A.	10		FCLE
2008	Telemig Celular Participações S.A.	9		FCLE
2009	Abyara Planejamento Imobiliário**	9		FCLA

ANO	EMPRESA	QUANTIDADE DE ANOS NA ANÁLISE	MODELO DE FCD
2009	Cia de Seguros Minas Brasil	10	FCLA
2009	Excelsior Alimentos	10	FCLE
2009	Globex Utilidades S.A.**	10	FCLE
2009	Indústrias Arteb**	9	FCLE
2009	Medial Saúde	11	FCLE
2009	Melpaper	5	FCLA
2009	Parmalat Brasil	10	FCLE
2009	Renner Participações S.A.	10	FCLA
2010	GVT	10	FCLE
2010	Terna Participações S.A.	30	FCLE
2010	Cia Maranhense de Refrigerantes**	13	FCLE

\*\*Empresas que continuam as palavras-chave “ativo não operacional” em seus laudos

FCLA: Fluxo de Caixa Líquido dos Acionistas. FCLE: Fluxo de Caixa Líquido da Empresa. S.A: Sociedade Anônima. Cia.: Companhia.

## NOTAS

(1) Mestranda do Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB, UFPB, e UFRN). Bolsista da CAPES. Graduada em Ciências Contábeis pela Universidade de Brasília.

(2) Mestre pelo Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB, UFPB, e UFRN). Graduada em Ciências Contábeis pela Universidade de Brasília. Contadora na empresa Eletrobras-Eletronorte.

(3) Doutor em Contabilidade e Controladoria pela Universidade de São Paulo. Mestre em Administração pela Universidade de Brasília. Professor titular da Universidade de Brasília e do Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB, UFPB, e UFRN).

*Enviado: 07/07/2011*

*Aceito: 15/09/2011*

*Publicado: 13/12/2011*