

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS NO BRASIL: ANÁLISE
DA REGULAMENTAÇÃO SOBRE AVALIAÇÃO DE
EMPRESAS NA OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES (OPA)
NO BRASIL**

Márcio Marcelo Belli*
Luís Renato Vedovato**

Resumo: O presente trabalho foi elaborado a partir de uma investigação sobre as práticas de avaliação de empresas no Brasil, com base na legislação específica sobre avaliação de empresas para fins de oferta pública de ações (OPA). Para tanto, analisaram-se os textos legais aplicáveis à avaliação de empresas no Brasil, tais como a Lei n. 6.404/76 e as resoluções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) n. 361, 436 e 487. Nas análises, consideraram-se as conclusões de dois trabalhos sobre avaliação de empresas para fins de ofertas públicas, os quais concluíram, para os períodos analisados, que as avaliações de empresas no Brasil não cumpriram integralmente as exigências das normas e apresentaram superavaliações na modalidade de ofertas públicas voluntárias. Concluiu-se também que a norma sobre avaliação de empresas no Brasil é falha porque não exige explicitamente que as projeções feitas pelos avaliadores levem em conta eventuais ressalvas nos pareceres dos auditores sobre as demonstrações contábeis e porque não prevê sanções em casos de avaliações tendenciosas ou enviesadas. Outra questão considerada inadequada é o fato de a norma da CVM privilegiar empresas avaliadoras em detrimento de profissionais, exigindo que a emissão do laudo seja responsabilidade de empresas avaliadoras, bastando somente que a empresa emissora do laudo comprove experiência em avaliação.

Palavras-chave: avaliação de empresas; oferta pública de ações; normatização.

1 Sistema legal brasileiro

No sistema legal brasileiro, vigora o princípio hierárquico da supremacia constitucional que estabelece que as emendas à Constituição, aos tratados internacionais

* Professor doutor da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp).

** Professor doutor da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp) e do Programa de Mestrado em Direito da Universidade Nove de Julho (Uninove).

(em geral ou de direitos humanos), às leis (complementares, ordinárias ou delegadas), às medidas provisórias, aos decretos legislativos e às resoluções devem ser consideradas num patamar de inferioridade em relação à Constituição, que serve de fundamento de validade para todas as demais normas.

Dessa forma, as normas legais podem ser separadas, em relação à hierarquia, conforme mostra o Quadro 1.

Quadro 1 – Hierarquia das normas legais

Grau hierárquico das leis	Hierarquia das leis no Brasil
1º	Constituição Federal Ato das disposições constitucionais transitórias. Emendas constitucionais. Tratados e convenções internacionais sobre direitos humanos.
2º	Lei complementar Lei ordinária Lei delegada Medida provisória Decreto legislativo Resolução Tratados internacionais em geral.
3º	Decretos Portarias Instruções normativas emitidas por órgãos governamentais.

Fonte: Elaborado pelos autores

Nesse sentido, a avaliação de empresas no Brasil é normatizada por meio de leis ordinárias (2º grau), aprovadas no Poder Legislativo, e instruções normativas (3º grau), que são fruto da competência normativa do Poder Executivo, sendo essas últimas emitidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

2 Regulamentação das avaliações de empresas no Brasil

Segundo Martins (2001), são várias as formas de medir o patrimônio e o lucro de uma empresa que, em última análise, conduzem ao seu valor. Podem-se considerar o custo histórico, com base em transações ocorridas, e o custo corrente. Nesse caso, devem-se considerar a reposição dos fatores de produção consumidos e avaliar cada ativo e passivo pelo seu valor líquido de realização. É possível ainda realizar esse processo com base em transações de empresas similares. Essa

complexidade característica da consideração de valor de uma empresa gerou, ao longo do tempo, várias metodologias e enfoques que, por vezes, podem atribuir valores distintos a uma mesma empresa.

Em um sistema baseado na propriedade privada, o cálculo do valor de uma empresa – sob certas circunstâncias – representa garantia de direitos.

Uma situação em que se pode vislumbrar essa questão da garantia de direitos é a negociação de ações no mercado de capitais.

No tocante à negociação de ações, podem-se considerar duas operações distintas:

- ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários ou venda de ações e debêntures nos mercados primário (IPO) ou secundário; e
- ofertas públicas de aquisição de ações-OPA ou oferta de compra de ações.

2.1 Ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários

Oferta pública de distribuição é o processo que envolve a venda de títulos de capital (ações) ou de títulos de dívida (debêntures) ao público em geral.

Existem duas modalidades de ofertas públicas de distribuição: primárias e secundárias. Quando a própria empresa vende novos títulos e os recursos dessa venda vão para o caixa da empresa, as ofertas são chamadas de primárias ou IPO. Quando a distribuição não envolve a emissão de novos títulos e é caracterizada pela venda de títulos já existentes – normalmente quando a venda é feita por acionistas que querem desinvestir ou reduzir a sua participação no negócio – e os recursos vão para os acionistas que são os vendedores/ofertantes e não para o caixa da empresa, a oferta é conhecida como secundária.

2.2 Ofertas públicas de aquisição de ações-OPA ou oferta de compra de ações

As ofertas públicas de aquisição de ações são conhecidas no mercado como OPA e se consubstanciam em uma oferta de compra de ações, na qual um determinado proponente manifesta o seu compromisso de adquirir uma quantidade específica de ações de uma determinada companhia sociedade anônima. Nessa operação, o intuito do ofertante é oferecer a todos os acionistas, em igualdade de condições e direito, a possibilidade de venderem suas ações a um preço e prazo determinados.

2.3 Obrigatoriedade de avaliação econômica da empresa objeto da oferta pública

No Brasil, a avaliação de empresas é exigida somente para fins de oferta pública de aquisição de ações (OPA), enquanto as ofertas de distribuição de títulos

e valores mobiliários estão sujeitas somente à apresentação de um prospecto de distribuição nos termos da Instrução Normativa da CVM n. 400/2003 que não inclui a avaliação da economia da empresa.

As operações classificadas como ofertas públicas de aquisição de ações-OPA estão sujeitas, primeiramente, à regulamentação contida na Lei Ordinária n. 6.404/76 e em suas alterações posteriores. Além disso, a avaliação é parametrizada pelas seguintes instruções normativas da CVM: 361/2002, 436/2006 e 487/2010.

Essas instruções têm como objetivo regulamentar as OPAs em seus vários aspectos, inclusive no que diz respeito às avaliações das empresas objeto, de modo que sejam feitas sob parâmetros estabelecidos.

A intenção principal da norma é que os resultados e as informações prestadas ao público em geral permitam uma compreensão minimamente adequada quanto ao valor da empresa objeto da oferta. Além disso, a norma fornece aos interessados os elementos necessários à tomada de decisão quanto à aceitação de uma OPA.

2.4 Órgão regulador das avaliações: Comissão de Valores Mobiliários

A CVM é um órgão governamental que se assemelha à Security Exchange Commission (SEC) norte-americana e constitui-se em uma autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda brasileiro, que tem a função e os poderes para disciplinar, fiscalizar e emitir normas sobre o funcionamento do mercado de valores mobiliários no Brasil. Destaca-se, nesse passo, a obra de Yazbek (2009) sobre a regulação do mercado financeiro e de capitais, na qual é ressaltada a importância da normatização de qualquer sector específico. Destaca Yazbek (2009, p. 180) que “a expressão regulação engloba atividades estatais que vão da criação de normas, passando pela sua implementação por meio de determinados atos administrativos e pela fiscalização do seu cumprimento, até a punição dos infratores”.

A CVM foi instituída pela Lei Ordinária n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, alterada pelas leis ordinárias n. 6.422, de 8 de junho de 1977, 9.457, de 5 de maio de 1997, e 10.303, de 31 de outubro de 2001, pelo Decreto n. 3.995, de 31 de outubro de 2001, e, finalmente, pela Lei Ordinária n. 10.411, de 26 de fevereiro de 2002.

Essas leis, com a Lei n. 6.404/76, compõem o arcabouço jurídico que possibilita à CVM disciplinar e regulamentar o funcionamento do mercado de valores mobiliários, inclusive fiscalizando a atuação dos agentes envolvidos no funcionamento desse mercado.

Entre outras atribuições específicas, a CVM é o órgão competente em relação à regulamentação das avaliações de companhias por ocasião de OPAs, atribuição que está declarada no texto do inciso V do art. 4º da Lei n. 6.385/76, a qual estabelece que uma das atribuições da CVM é “evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado”.

2.4.1 Lei que normatiza as avaliações no Brasil: Lei Ordinária n. 6.404/76

Conhecida como Lei das Sociedades Anônimas, a Lei Ordinária n. 6.404/76, de 15 de dezembro de 1976, tem em seu texto atual as modificações introduzidas por outras sete leis, dois decretos-lei e uma medida provisória: leis n. 7.730/89, 8.021/90, 9.457/97, 10.303/2001, 11.638/2007, 11.941/2009 e 12.431/2011; decretos-lei n. 2.287/86 e 2.296/86; e Medida Provisória n. 608/2013.

O texto atual da Lei n. 6.404/76 define as características e a natureza das sociedades anônimas, a composição e os aspectos societários delas, bem como as regras para as ofertas dos títulos e das ações das companhias, inclusive estabelecendo a obrigatoriedade da elaboração de laudos de avaliação em determinadas situações, tais como: incorporações, fusões e cisões de companhias.

As alterações mais significativas nos ditames da Lei n. 6.404/76 foram introduzidas em 2007 pela Lei n. 11.638, a qual promoveu os ajustes necessários para adoção das Normas Internacionais de Contabilidade (International Financial Reporting Standards – IFRS), utilizadas nos principais mercados mobiliários e elaboradas e promulgadas pelo International Accounting Standards Board (Iasb).

Entre as modificações na Lei n. 6.404/76 introduzidas pela Lei n. 11.638/2007, está o fortalecimento da atuação da CVM no processo de normatização contábil no Brasil.

A CVM, BACEN (Banco Central) e demais órgãos e agências reguladoras poderão celebrar convênio com entidades que tenham por objeto o estudo e a divulgação de princípios, normas e padrões de contabilidade e de auditoria, podendo, no exercício de suas atribuições regulamentares, adotar, no todo ou em parte, os pronunciamentos e demais orientações técnicas emitidas (art 5º da Lei n. 11.638/2007).

Essa modificação na Lei das Sociedades Anônimas permitiu que os pronunciamentos do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) norteassem o processo de harmonização contábil internacional no Brasil.

2.5 A instrução da CVM que normatiza as avaliações: Instrução Normativa n. 361/2002

Essa instrução normativa dispõe sobre os procedimentos aplicáveis a todas as ofertas públicas de aquisição de ações (OPA) de companhias abertas no Brasil, em suas diversas modalidades.

2.5.1 Modalidades de ofertas públicas para aquisição de ações no Brasil

- *OPA para cancelamento de registro*: trata-se de oferta obrigatória realizada como condição do cancelamento do registro de companhia aberta, por força do parágrafo 4º do art. 4º da Lei n. 6.404/76 e do parágrafo 6º do art. 21 da Lei n. 6.385/76.

- *OPA por aumento de participação*: trata-se de oferta obrigatória realizada em consequência de aumento da participação do acionista controlador no capital social de companhia aberta, por força do parágrafo 6º do art. 4º da Lei n. 6.404/76.
- *OPA por alienação de controle*: trata-se de oferta obrigatória realizada como condição de eficácia de negócio jurídico de alienação de controle de companhia aberta, por força do art. 254-A da Lei n. 6.404/76.
- *OPA voluntária*: visa à aquisição de ações de emissão de companhia aberta, que não deve realizar-se segundo os procedimentos específicos estabelecidos nessa instrução para qualquer OPA obrigatória referida nos incisos anteriores.
- *OPA para aquisição de controle de companhia aberta*: oferta voluntária de que trata o art. 257 da Lei n. 6.404/76.
- *OPA concorrente*: formulada por um terceiro que não o ofertante ou pessoa a ele vinculada e que tenha por objeto ações abrangidas por OPA já apresentada para registro perante a CVM ou por OPA não sujeita a registro que esteja em curso, anunciada ao mercado nos termos do art. 4º-B ou cujo instrumento já tenha sido publicado nos termos do art. 11.

A Instrução Normativa n. 361/2002 regula os procedimentos aplicáveis a quaisquer ofertas públicas de aquisição de ações de companhias abertas e ainda o processo de registro das ofertas públicas para cancelamento de registro para negociação de ações nos mercados regulamentados de valores mobiliários. Institui também, em seu artigo 4º, IV, a obrigatoriedade da confecção de um laudo de avaliação para a empresa objeto da oferta pública.

VI – sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, ou ainda por administrador ou por pessoa a ele vinculada, a OPA será instruída com laudo de avaliação da companhia objeto, exceto no caso de OPA por alienação de controle [...] (BRASIL, 2002).

2.6 Instrução Normativa n. 436/2006

A Instrução Normativa da CVM n. 436, de 5 de julho de 2006, acrescentou à Instrução Normativa n. 361/2002 o anexo III, que dispõe sobre o laudo de avaliação das companhias que forem objeto das ofertas públicas.

Art. 1º Fica acrescentado o Anexo III à Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002, conforme anexo à presente Instrução.

[...]

§ 3º O laudo de avaliação deverá observar o disposto no Anexo III desta Instrução, e indicará os critérios de avaliação, os elementos de comparação adotados e o responsável pela sua elaboração [...] (BRASIL, 2006).

Nessa instrução, encontram-se as disposições sobre os procedimentos para elaboração do laudo de avaliação aplicável a quaisquer ofertas públicas de aquisição de ações de companhia aberta, sobre os registros das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhias abertas.

A principal modificação na norma sobre avaliações introduzida por essa instrução é a tentativa de padronização dos procedimentos de avaliação, chegando ao ponto de descrever as características qualitativas desejáveis das informações contidas no laudo de avaliação: “Disposições Preliminares I – As informações constantes do laudo de avaliação deverão ser completas, precisas, atuais, claras e objetivas” (BRASIL, 2006).

2.7 Quem está autorizado a avaliar empresas para fins de ofertas públicas

O art. 8º da Instrução Normativa da CVM n. 361, em seus parágrafos primeiro e segundo, dispõe sobre a figura do avaliador. De acordo com essa instrução, sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, deverá ser elaborado um laudo de avaliação da companhia objeto da oferta, com exceção dos casos de ofertas por alienação de controle.

A instrução determina que o laudo de avaliação poderá ser elaborado pela instituição intermediária da oferta, por sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou por uma instituição financeira com carteira de investimento, condicionando que a instituição avaliadora deva possuir, em sua estrutura operacional, uma área especializada e devidamente equipada para a tarefa da avaliação, e ainda que o avaliador seja empresa especializada com experiência comprovada. No primeiro parágrafo, a instrução menciona a figura de “empresa especializada” sem tipificar qual o tipo de especialização, mencionando somente que esta deve ter experiência comprovada. No segundo parágrafo, a instrução esclarece que a experiência comprovada refere-se à avaliação de companhias abertas.

Nesse caso, entende-se que as empresas de auditoria e empresas de consultoria podem, desde que comprovem experiência em avaliação de companhias abertas, atuar como avaliadores nas ofertas públicas. A experiência a que diz respeito a norma está condicionada à comprovação de experiência em avaliação de companhias abertas feitas nos últimos três anos com a apresentação das credenciais que qualificam a instituição para elaboração do laudo de avaliação, incluindo experiência recente em avaliações de companhias no setor de atuação da companhia avaliada. Essa questão passa a ser relevante na medida em que a lei pretere outras entidades e profissionais que podem reunir condições que os habilitem à tarefa de avaliação de empresas, tais como auditorias e consultorias, departamentos especializados de universidades e acadêmicos.

2.7.1 Penalidades em caso de avaliações tendenciosas ou fraudulentas

A norma da CVM menciona que o preço da oferta deve ser determinado pelo ofertante e que o laudo de avaliação da companhia deverá refletir a opinião do avaliador quanto ao valor ou intervalo de valor razoável para o objeto da oferta na data de sua elaboração, não devendo ser entendida como uma recomendação de compra ou venda. A resolução determina ainda que o valor da oferta deve estar embasado em uma análise fundamentada de valor e pressupõe a utilização de metodologias consagradas e aceitas para cálculo do valor no laudo.

Nesse quesito de cálculo e consideração de valor, a norma é bem frágil, pressupondo que o ofertante pode estabelecer o valor que mais lhe aprouver, uma vez que a norma declara explicitamente que quem determinará o valor da oferta é o ofertante. Nesse sentido, a norma não considera eventuais possibilidades de avaliações enviesadas ou fraudulentas, uma vez que não menciona penalidades em relação a avaliações ou procedimentos irregulares dentro do processo de avaliação como um todo.

3 Laudo de avaliação das companhias

O anexo III da Instrução Normativa da CVM n. 361/2002, introduzido pela Instrução Normativa da CVM n. 436/2006, determina que o laudo de avaliação deve indicar os critérios de avaliação, os elementos de comparação adotados e o responsável pela sua elaboração.

Determina também que o laudo poderá ser elaborado por instituição intermediária, sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários, instituição financeira com carteira de investimento que possua área especializada e devidamente equipada e com experiência comprovada, ou empresa especializada com experiência comprovada em avaliação de empresas.

Outra determinação contida na instrução é a de que o laudo de avaliação será encaminhado à CVM e também ao seu endereço eletrônico, no formato específico indicado pela CVM, ficando disponível a eventuais interessados, no mínimo: na CVM, na bolsa de valores, em entidade do mercado de balcão organizado em que deve ser realizado o leilão da OPA, no endereço do ofertante, na sede da instituição intermediária, na sede da companhia objeto, no endereço eletrônico da CVM e no endereço eletrônico da companhia objeto da oferta.

Em relação às informações contidas no laudo, a instrução determina que elas deverão refletir a opinião do avaliador quanto ao valor ou intervalo de valor que seja razoável para nortear a oferta. Para tanto, a instrução determina que a avaliação deverá ser elaborada por meio de uma análise fundamentada de valor, não devendo o valor resultante ser entendido como recomendação do preço da oferta.

Em relação ao preço da oferta, a instrução determina que deve ser determinado pelo ofertante e não pela estimativa de valor contida no laudo.

Em relação às bases das informações constantes do laudo, a instrução determina que deverão ser baseadas nas demonstrações financeiras auditadas da companhia avaliada, podendo, adicionalmente, ser fundamentadas em informações gerenciais relativas à companhia avaliada, fornecidas por sua administração, e ainda em informações disponíveis ao público em geral.

Outra questão prevista na regra diz que o avaliador da companhia, caso não considere consistentes as informações fornecidas da companhia, poderá conduzir uma verificação independente das informações recebidas da companhia ou de terceiros por ela contratados.

Em relação ao texto do laudo, a legislação determina que deve ser apresentado em português, em linguagem acessível e de fácil compreensão, que permita aos acionistas e ao público em geral a formação de uma opinião que possa embasar um juízo fundamentado sobre a oferta e sobre o valor das ações da companhia avaliada, determinando ainda que as expressões em língua estrangeira devem ser obrigatoriamente traduzidas em um glossário.

Em relação à complementaridade das informações constantes no laudo, a legislação prevê que o avaliador poderá considerar outras informações que julgar necessárias e convenientes para enriquecer e melhor fundamentar o conteúdo e os resultados do laudo de avaliação ou justificar os valores lançados sempre que considerar as informações fornecidas pela empresa insuficientes ou incompletas. Dessa forma, a legislação considera mínimas as informações exigidas pela resolução.

3.1 Estrutura e formato do laudo de avaliação de empresas para as ofertas públicas

As informações constantes do laudo de avaliação, consideradas mínimas, devem seguir o formato exigido pela Instrução Normativa da CVM n. 367, estruturado em seis seções: índice, sumário executivo, informações sobre o avaliador, informações sobre a companhia avaliada, indicação do valor apurado segundo os diferentes critérios adotados e um glossário.

3.1.1 Índice

O laudo deverá conter um índice com os assuntos e a numeração das páginas.

3.1.2 Sumário executivo

A primeira seção do laudo é chamada de sumário executivo e contemplará, resumidamente, pelo menos, as seguintes informações:

- principais informações e conclusões do laudo de avaliação;
- critérios adotados e principais premissas utilizadas;
- método de avaliação escolhido;
- taxa de desconto utilizada, se for o caso;

- valor ou intervalo de valor apurado em cada uma das metodologias de avaliação utilizadas, com apresentação de quadro comparativo dos valores apurados;
- indicação do critério de avaliação, dentre os constantes do laudo, que for considerado pelo avaliador como o mais adequado na definição do preço justo, se for o caso;
- e razões pelas quais tal critério foi escolhido.

3.1.3 Informações sobre o avaliador

Nessa seção, o laudo deverá apresentar as seguintes informações relativas ao avaliador, incluindo uma declaração deste em relação a valores mobiliários detidos por ele próprio e o(s) acionista(s) controlador(es):

- Instituição responsável pela elaboração do laudo de avaliação com descrição da área especializada e devidamente equipada, com comprovação de experiência em avaliação de companhias abertas. A instituição deve descrever as avaliações feitas nos últimos três anos e apresentar as credenciais que a qualificam para elaboração do laudo de avaliação, incluindo experiência recente em avaliações de companhias no setor de atuação da companhia avaliada.
- Descrição sucinta pormenorizada do processo interno de aprovação do laudo de avaliação pela instituição avaliadora.
- Identificação e qualificação dos profissionais responsáveis pelo laudo de avaliação, principalmente quanto às credenciais e à experiência que os qualificam para a elaboração do laudo de avaliação em questão.

3.1.3.1 Declaração do avaliador

Nessa declaração, devem constar as seguintes informações:

- Quantidade de valores mobiliários de emissão da companhia objeto de que o avaliador, seu controlador e pessoas a eles vinculadas sejam titulares ou que estejam sob sua administração discricionária. No caso de oferta de permuta, a declaração deve contemplar as mesmas informações para os valores mobiliários que serão oferecidas em troca.
- Dados comerciais e creditícios de qualquer natureza que possam impactar o laudo de avaliação.
- O avaliador deve indicar que não tem conflito de interesses que possa comprometer a independência necessária ao desempenho de suas funções.
- Custo do laudo de avaliação.
- Valores recebidos, nos 12 meses anteriores ao requerimento de registro, do ofertante e da companhia objeto a título de remuneração por quaisquer serviços de consultoria, avaliação, auditoria e assemelhados.

- Valores recebidos ou a serem recebidos do ofertante ou da companhia objeto, como pagamento por serviços relacionados à oferta ou alienação de controle que a tenha precedido, se for o caso, especificando os componentes fixo e contingente ou variável desses pagamentos, e discriminando, entre os valores recebidos, os relativos à realização do laudo de avaliação.
- O custo do laudo de avaliação, especificando os componentes fixo e contingente ou variável de sua remuneração.
- A avaliador deve mencionar que o laudo foi preparado a pedido do ofertante, mas para uso dos destinatários da OPA.
- Deve mencionar também que analisou a consistência, coerência e razoabilidade das informações e projeções da administração ou de terceiros por ela contratados.

3.1.4 Informações sobre a companhia avaliada

Nessa seção, o laudo deve apresentar as seguintes informações sobre a empresa:

- Breve histórico da empresa (identificação do negócio, principais ramos de atividades, estratégia competitiva, informações históricas e desempenho histórico).
- Descrição sumária do mercado de atuação: crescimento do mercado em que atua, participação nesse mercado, principais produtos e clientes.
- Breve análise do setor em que a empresa atua.
- Premissas macroeconômicas utilizadas na elaboração do laudo.
- Projetos de investimentos relevantes que tenham sido considerados na avaliação, com indicação dos valores envolvidos e do impacto financeiro.

3.1.5 Valor apurado pelos diferentes critérios

Nessa seção, o laudo deverá indicar o valor da companhia segundo os seguintes critérios:

- Preço médio ponderado de cotação das ações da companhia objeto na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, nos últimos 12 meses, se houver, discriminando os preços das ações por espécie e classe:
 1. dos 12 meses imediatamente anteriores à publicação até a data do fato relevante;
 2. entre a data de publicação do fato relevante e a data do laudo de avaliação;
 3. preço por ação da companhia objeto em negociações privadas relevantes, entre partes independentes, envolvendo o ofertante, o acionista controlador ou pessoas a eles vinculadas, realizadas nos últimos 12 meses.

- Valor do patrimônio líquido por ação da companhia objeto apurado nas últimas informações periódicas (anuais ou trimestrais) enviadas à CVM.
- Valor econômico da companhia avaliada, com indicação, inclusive, do valor objeto por ação, calculado por, pelo menos, uma das seguintes metodologias:
 1. regra do fluxo de caixa descontado;
 2. múltiplos de mercado;
 3. múltiplos de transação comparáveis por múltiplos, conforme se entender fundamentadamente mais adequado ao caso da companhia, de modo a avaliá-la corretamente.
- Valor da companhia por ação segundo outro critério de avaliação escolhido pelo avaliador geralmente aceito no ramo de atividade da companhia avaliada, previsto em lei ou aceito pela CVM, para a definição do preço justo ou intervalo de valor, se for o caso, e não estiver abrangido nos critérios anteriores.
- Valor da companhia segundo o critério de avaliação adotado pelo ofertante para a definição do preço justo, se for o caso, e não estiver abrangido nos incisos anteriores.

3.1.6 Glossário

A última seção do laudo é o glossário que deverá conter uma relação de termos técnicos com os respectivos significados. Devem-se indicar as siglas ou os índices econômicos citados, inclusive com o termo correspondente em português, caso existam palavras em língua estrangeira.

4 Informações que devem constar no laudo

De acordo ainda com a norma contida no anexo III da Instrução Normativa da CVM n. 361/2002, o conteúdo do laudo deverá apresentar as seguintes informações:

- A descrição dos critérios de avaliação e dos elementos de comparação adotados, além de uma análise da aplicabilidade de cada um dos critérios de avaliação adotados.
- A indicação da data de confecção do laudo, em que os valores apurados serão considerados válidos, salvo indicação em sentido contrário.
- O critério de avaliação, dentre os constantes do laudo, que for considerado pelo avaliador como o mais adequado na definição do preço justo ou intervalo de valor, se for o caso.
- Caso tenham ocorrido, nos últimos 12 meses, negociações privadas relevantes com ações da companhia objeto, entre partes independentes, envolvendo o ofertante, o acionista controlador ou pessoas a eles vinculadas, explicar por que esse critério não foi adotado.

- Na hipótese de a avaliação apresentar uma faixa de valores mínimo e máximo, a justificativa para tal intervalo não poderá ultrapassar 10%, tendo como base o maior valor.
- Quando a OPA for precedida de uma aquisição de controle, mencionar estimativa dos ganhos esperados dessa aquisição e descrição fundamentada do impacto desses ganhos sobre a avaliação.

4.1 Cálculo do valor econômico da empresa

4.1.1 Método do fluxo de caixa descontado

A instrução prevê ainda que, segundo os métodos adotados para cálculo do valor, a empresa deve fornecer informações adicionais específicas sobre os métodos adotados.

Caso a empresa adote para o cálculo do valor econômico o critério do fluxo de caixa descontado, devem-se observar os seguintes procedimentos:

- O laudo de avaliação deverá contemplar as fontes, os fundamentos, as justificativas das informações e dos dados apresentados, a indicação das equações usadas para o cálculo do custo do capital, as planilhas de cálculo, as projeções utilizadas na avaliação por valor econômico, com destaque para as principais premissas adotadas, e a justificativa para cada uma delas.
- Deverão ser explicitadas as premissas e a metodologia de cálculo para a fixação da taxa de desconto utilizada, de acordo com os critérios usualmente adotados na teoria de finanças.
- 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.
- Deverão ser indicados os pressupostos para a determinação do valor residual, calculado por meio do método da perpetuidade do fluxo de caixa, por múltiplos ou por outro critério de avaliação, sempre considerando o prazo de duração das companhias, estabelecido em seus estatutos sociais e, na hipótese de empresas concessionárias de serviços públicos, o prazo estabelecido no respectivo contrato de concessão.
- Deverá ser informado se a demonstração dos fluxos de caixa e as taxas de desconto foram apresentadas em valores nominais ou reais.
- Deverá ser informada a unidade monetária de todos os valores lançados.

4.1.2 Regra dos múltiplos

Para o cálculo do valor econômico pela regra dos múltiplos, devem-se adotar as etapas apresentadas a seguir:

- Indicar os múltiplos de mercado utilizados, os critérios e as fontes para a comparação, justificando a metodologia utilizada e apresentando as planilhas de cálculo.
- Sempre que possível, apresentar operações similares no mercado de empresas do mesmo segmento (múltiplos de transações comparáveis), citando fontes, dados e datas das transações comparáveis, além dos critérios que demonstrem a pertinência da comparação.
- Apresentar o valor médio e a mediana dos valores resultantes da amostra utilizada de múltiplos de mercado e de transações comparáveis, fazendo os ajustes necessários para calculá-los, quando for o caso.

4.1.3 Valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado

Como na adoção do método do fluxo de caixa descontado, no caso do critério do valor do patrimônio líquido a preços de mercado, deverão constar as seguintes informações no laudo:

- O valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado deve ser apurado tomando por base a venda ou a liquidação dos ativos e exigíveis separadamente nas seguintes condições:
 1. O valor de mercado deve corresponder ao valor expresso em caixa ou equivalente ao qual a propriedade (ou qualquer outro ativo ou passivo) poderia ser trocada entre um propenso comprador e um propenso vendedor, com razoável conhecimento de ambos e inexistindo compulsão para compra ou venda por um ou por ambos.
 2. O valor dos ativos deve ser avaliado em referência aos preços de mercado sob condições de liquidação ordenada ou de “equivalentes correntes de caixa”, ou seja, não deve ser considerado o valor de liquidação em condições de venda forçada, a qualquer custo.
- Itens do ativo e do passivo calculados em condição de negociação com devedores e credores, além da justificativa e das memórias de cálculo para cada item tangível e intangível, monetário e não monetário. Esses itens poderão ser agrupados somente em condições de semelhança e relevância.
- A demonstração do valor de patrimônio líquido a preços de mercado discriminará de forma dedutiva os ativos e exigíveis, restando o patrimônio líquido a preços de mercado que, dividido pelo número de ações, indicará o patrimônio líquido a preços de mercado por ação.

5 Bases que devem ser observadas para as diferentes classes de itens

A norma também determina que, para as diferentes classes de itens, devem ser observados critérios diferentes de acordo com as classes desses itens:

- Ativos monetários, como caixa, equivalentes de caixa e créditos a receber, avaliados pelo valor justo, ou seja, o valor pelo qual um ativo poderia ser negociado entre partes independentes e interessadas, conhecedoras do assunto e dispostas a negociar, numa transação normal, sem favorecimentos e com isenção de outros interesses. Caso não seja possível identificar o mercado, esses itens podem, como segunda alternativa, ser avaliados pelo cálculo do valor presente dos recebimentos que reflita as atuais avaliações do mercado quanto ao valor do dinheiro no tempo e os riscos específicos.
- Ativos não monetários, como terrenos, edificações, propriedades, máquinas, instalações, além de intangíveis, como marcas e patentes, pelo valor provável de realização.
- Contingências, como ações contra o Estado sobre questões tributárias e judiciais, avaliadas segundo o desfecho mais provável.

6 Obediência às normas sobre avaliações nas ofertas públicas e adequação das avaliações no Brasil

Mesmo com uma legislação específica e detalhada sobre as avaliações de empresas, pode-se afirmar que uma parte significativa dos avaliadores das empresas brasileiras, quando faz ofertas públicas de suas ações, não cumpre integralmente as exigências legais contidas nas normas.

No quesito de modelos de avaliação a serem seguidos pelos avaliadores, a Instrução Normativa da CVM n. 361, de 2002, determina que o laudo de avaliação contemple, pelo menos, cumulativamente, os critérios de avaliação:

- O preço médio ponderado de cotação das ações da companhia objeto.
- O valor do patrimônio líquido por ação, aqui tratado, genericamente, de valor patrimonial contábil da companhia.
- O valor econômico da companhia calculado pela regra do fluxo de caixa ou por múltiplos.
- O valor da companhia calculado por outro critério que vise à definição do seu preço justo, caso os métodos anteriores não sejam adequados.

Segundo Santos et al. (2008), 63,29% das avaliações de empresas feitas por ocasião das ofertas públicas entre 2003 e 2007 cumpriram integralmente o que prescreve a legislação, pois apresentaram os três métodos exigidos. Ainda de acordo com Santos et al. (2008), 35,44% das avaliações, no mesmo período, cumpriram

somente parte da exigência, pois apresentaram um ou dois dos métodos exigidos, e 1,27% das avaliações no período não cumpriram as exigências porque não apresentaram nenhum dos métodos tipificados na norma.

Em relação à adequação das avaliações de empresas feitas segundo as normas estabelecidas pela CVM, pode-se citar o trabalho feito por Cunha, Martins e Assaf (2012). Esses autores analisaram os cálculos feitos pelo método de fluxos de caixa descontado em 35 laudos de avaliação de empresas emitidos entre 2002 e 2008 para efeitos de distribuição pública de ações no Brasil, considerando as hipóteses de superavaliação para as ofertas públicas voluntárias e de subavaliação para as ofertas públicas para cancelamento de registro.

Os achados, dentro da amostra, levaram a evidências de que as ofertas na modalidade voluntária apresentaram superavaliação do desempenho econômico-financeiro quando consideradas as médias dos índices de endividamento e de lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (*earning before interests, taxes, depreciation and amortization* – Ebitda), contrariando as expectativas de que as normas de avaliação pudessem evitar esse fenômeno.

Nesse estudo, os autores também analisaram as OPAs na modalidade para cancelamento de registro, todavia, os resultados não levaram à rejeição da hipótese de subavaliação.

7 Conclusões

A avaliação de empresas no Brasil, para efeitos de OPAs, constitui-se em matéria complexa devido ao alto grau de exigência imposta pelas várias normas emanadas pela CVM, todavia vê-se, nos resultados do trabalho de Santos et al. (2008), que nem todas as empresas que fizeram avaliações no período de 2003 a 2007, por ocasião das ofertas públicas, cumpriram todos os requisitos da norma. Quando se considera o trabalho de Cunha, Martins e Assaf (2012), vê-se ainda que as avaliações feitas entre 2002 e 2008 para efeitos de oferta voluntária de ações superavaliaram o desempenho econômico e financeiro nos laudos, ou seja, existem evidências de inadequações nos valores apontados pelos laudos no período.

Outra fragilidade percebida na norma diz respeito às informações que servem de base para o avaliador. A norma determina que as informações devam ser, primeiramente, baseadas em demonstrações contábeis auditadas, todavia a norma não faz menção ao tipo de parecer emitido pelos auditores em relação às demonstrações que foram utilizadas nas projeções, ou seja, caso o parecer contenha ressalvas ou parágrafos de ênfase, presume-se que ficará a cargo do avaliador ressaltar os efeitos no resultado da avaliação. Essa questão torna-se relevante, pois, quando o auditor emite um parecer com ressalva, isso significa que um – ou mais de um – valor nas demonstrações contábeis não reflete adequadamente a posição correta, de acordo com princípios ou normas vigentes de contabilidade, podendo, sob certas circunstâncias, influenciar o entendimento de valor da companhia. Outra situação

que envolve pareceres com ressalvas é a possibilidade de o auditor não conseguir obter evidências adequadas que permitam a comprovação de valores, o que poderia levar ao comprometimento das demonstrações como subsídio das avaliações. Dessa forma, demonstrações que tenham recebido pareceres dos auditores com ressalva ou parágrafo de ênfase não poderiam servir de base para projeções nas avaliações sem que seus efeitos fossem explicitamente destacados.

Ainda em relação às fragilidades da norma, faz-se necessário destacar a ausência do reconhecimento da capacidade e competência de profissionais e acadêmicos para a avaliação de empresas, que fica flagrante na determinação de que somente empresas podem emitir laudos de avaliação.

Nesse sentido ainda, pode-se destacar a ausência de menção a sanções em relação a vieses ou tendências que possam influenciar de maneira inadequada os interessados na oferta, principalmente aqueles que dispõem de menor capacidade informacional e de julgamento, como os acionistas minoritários e o público em geral.

Outra crítica que se torna necessária à normatização das avaliações de empresas no Brasil é o fato de a legislação não exigir a emissão de laudo de avaliação para as operações de distribuição de títulos e valores mobiliários – venda de ações e debêntures – nos mesmos moldes que exige nas operações de oferta de aquisição de ações – oferta para compra de ações – OPA. Esse fato denota a desconsideração do risco de ocorrência de viés nos preços das ofertas ou mesmo tendências a fraudes em relação ao preço nas distribuições de ações, nos mercados primário e secundário.

Dessa forma, conclui-se que, sob circunstâncias específicas, a legislação brasileira sobre avaliação de empresas pode não atingir o objetivo declarado na Instrução Normativa da CVM n. 436/2006, que é o de fornecer uma opinião do avaliador quanto ao valor ou intervalo de valor razoável para o objeto da oferta na data de sua elaboração.

Reconhecendo o caráter parcial e fragmentado deste trabalho, recomenda-se que pesquisas futuras investiguem as normas e os efeitos das normas sobre avaliação de empresas no Brasil e em outros países, a fim de formar uma opinião sobre a adequação ou a necessidade de reforma das normas brasileiras sobre avaliação de empresas.

BUSINESS ASSESSMENT IN BRAZIL: ANALYSIS OF REGULATION ON VALUATION OF COMPANIES IN THE PUBLIC OFFERING OF ACTIONS (OPA) IN BRAZIL

Abstract: The present study presents an investigation about the practices of companies valuation in Brazil based on specific legislation on companies valuation for purposes of public offering of actions (IPO). Thus, we analyzed the legal texts that regulate the companies valuation in Brazil, such as the Law n. 6.404/76 and the resolutions of the Brazilian Securities Commission (CVM) n. 361, 436 and 487. Were

considered in the analyzes findings from others two studies on valuation companies for the purpose of public offerings, which concluded, for the periods analyzed, the valuations of companies in Brazil do not have fully met the requirements of the standards and presents over-valuation for voluntary public offerings. It was also concluded that the standard on the evaluation of companies in Brazil fails to explicitly require that the projections made by the evaluators take into account any qualifications in the audit reports on the financial statements and also fails to provide sanctions in cases of tendentious or biased valuation results. Another issue considered inappropriate is that the CVM rule favoring companies at the against professional evaluators, requiring that the report will be responsibility of appraising companies and requiring that appraisal companies proves experience in evaluation.

Keywords: companies valuation; public offering of actions; standardization.

Referências

- BRASIL. Instrução da CVM n. 361, de 5 de março de 2002. Dispõe sobre o procedimento aplicável às ofertas públicas de aquisição de ações de companhias abertas. 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 22 abr. 2013.
- BRASIL. Instrução da CVM n. 400, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre o procedimento aplicável às distribuições de títulos e valores mobiliários de companhias abertas. 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 26 maio 2013.
- BRASIL. Instrução da CVM n. 436, de 5 de julho de 2006. Dispõe sobre o acréscimo do anexo III na Instrução da CVM n. 361, de 5 de março de 2002. 2006. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 20 maio 2013.
- BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 16 mar. 2013.
- CUNHA, M. F.; MARTINS, E.; ASSAF, A. A finalidade da avaliação de empresas no Brasil apresenta viés?: evidências empíricas sob o ponto de vista do desempenho econômico e financeiro. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, Belo Horizonte, v. 23, n. 3, p. 15-47, jul./set. 2012.
- MARTINS, E. (Org.). *Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica/Fipecafi*. São Paulo: Atlas, 2001.
- SANTOS, A. C. dos.; CAMPOS, E. S.; FELIPE, E. S., ANJOS, V. M. L. dos. Ofertas públicas de aquisição de ações de companhias aberta (OPA): Investigação dos laudos de avaliação. In: ENCONTRO DA ANPAD, 32., 2008, Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2008.
- YAZBEK, O. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Campus, 2009.