



Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais

**Instituto de Ciências Econômicas e Gerenciais
Graduação em Ciências Contábeis**

Mateus Alves Pereira

**VALUATION COMO FERRAMENTA DE AUXÍLIO NA ANÁLISE DE FUSÕES,
AQUISIÇÕES, ACOMPANHAMENTO DE DESEMPENHO E GESTÃO
ESTRATÉGICA**

**Belo Horizonte
2017**

Mateus Alves Pereira

**VALUATION COMO FERRAMENTA DE AUXÍLIO NA ANÁLISE DE FUSÕES,
AQUISIÇÕES, ACOMPANHAMENTO DE DESEMPENHO E GESTÃO
ESTRATÉGICA**

Projeto de Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao Curso de Ciências Contábeis
do Instituto de Ciências Econômicas e
Gerenciais da Pontifícia Universidade Católica
de Minas Gerais.

Prof. Paula Andrea de Oliveira e Silva Rezende

**Belo Horizonte
2017**

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	04
1.1 Contextualização do tema.....	04
1.2 Problema.....	05
1.3 Objetivos.....	05
1.3.1 <i>Objetivo geral</i>	05
1.3.1 <i>Objetivos específicos</i>	06
1.4 Relevância.....	06
1.5 Justificativa.....	08
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	10
2.1 Valuation.....	10
2.1.1 <i>Conceito</i>	10
2.2 Definição de índices envolvidos no processo de avaliação de empresas.....	11
2.3 Métodos de Valuation.....	12
2.3.1 <i>Fluxo de Caixa Descontado</i>	13
2.3.2 <i>Valor Patrimonial</i>	15
2.3.3 <i>Modelo de Avaliação Relativa ou Múltiplos de Mercado</i>	15
2.3.4 <i>Modelo de Opções Reais</i>	16
2.3.5 <i>Valor de Liquidação</i>	17
2.3.6 <i>Método de Berkus</i>	17
2.3.7 <i>Método Venture Capital (Método do Capital de Risco)</i>	18
2.3.8 <i>Método de Avaliação por Scorecard</i>	18
2.3.9 <i>Modelo de OHLSON - RIV</i>	18
2.3.10 <i>Capitalização de lucros</i>	19
2.3.11 <i>Valor Presente de Dividendos</i>	19
2.4 <i>Valuation</i> como ferramenta estratégica.....	20
2.5 Fusões e Aquisições.....	21
2.5.1 <i>Tipos de fusões e aquisições</i>	26
2.5.2 <i>Criação de valor</i>	26
2.5.3 <i>Due Diligence</i>	27
2.5.4 <i>Contabilização de ativos intangíveis: Goodwill</i>	28
2.5.5 <i>Metodologia aplicada pelo CADE</i>	29
3 METODOLOGIA.....	31
3.1 Classificação da pesquisa.....	31
3.1.1 <i>Segundo a abordagem do problema</i>	31
3.1.2 <i>Segundo as bases lógicas de investigação</i>	32
3.1.3 <i>Segundo o objetivo geral</i>	32
3.1.4 <i>Segundo o propósito</i>	33
3.1.5 <i>Segundo o procedimento técnico</i>	33
3.2 Caracterização de empresa.....	34

3.2.1 Instrumento de coleta de dados.....	36
3.2.2 Estratégia de análise de dados.....	38
4 CRONOGRAMA.....	39
BIBLIOGRAFIA.....	40

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização do tema

Diante da rapidez e dinâmica com que a economia e o mercado se desdobram, ter as respostas certas no momento certo pode ser decisivo para qualquer negócio. O uso de ferramentas que ajudam a atender as expectativas e demandas do mercado pode ser considerado um grande diferencial em uma negociação, significando a perda irreparável de uma oportunidade ou a realização de um grande negócio para a empresa. Sendo assim, é importante que todo empresário conheça bem o perfil do seu negócio e saiba quanto ele vale para atrair e conquistar investidores.

Nesse contexto, o *Valuation* surge como uma opção interessante de ferramenta que permite estimar o valor do negócio em questão, usando modelos quantitativos para analisar sua situação financeira e perspectivas de crescimento futuro.

Isso porque, durante a construção de um laudo de *Valuation*, é necessário fazer uma análise financeira completa da empresa e de cada um de seus setores, o que possibilita levantar falhas, entender o comportamento da empresa frente a seus concorrentes, analisar diferentes cenários e os riscos do investimento, além de evidenciar uma necessidade de capital que pode ajudar durante a tomada de decisões.

Entender como funciona o *Valuation* e saber o valor da empresa no mercado permite ao o investidor, comprador ou empresário, ter um entendimento melhor sobre como está configurado aquele negócio, auxiliando na tomada de decisões estratégicas e possibilitando um melhor planejamento para o futuro, identificando falhas e oportunidades de melhoria para agregar valor à sua empresa.

Além disso, o alto crescimento das operações de fusões e aquisições registradas no mundo nos últimos anos, resulta em maior importância atribuída à atividade de avaliação de empresas uma vez que o objetivo principal nesses processos é que a empresa criada a partir da operação possua um valor maior que a soma das empresas individuais e para atingir este objetivo, ambas as empresas têm de ser avaliadas em detalhes antes de se fundir.

Percebe-se ainda que à medida que a economia mundial se desenvolve e as interações entre as empresas e o capital financeiro ocorrem com mais frequência e envolvem valores cada vez maiores, e considerando que essas interações são muito voláteis, a avaliação de empresas vem tornando-se de fundamental importância, principalmente em mercados emergentes, devido às privatizações, *joint ventures*, fusões e aquisições, reestruturações e gerenciamento baseado em valor.

1.2 Problema

Segundo Quintela (2016), problema de pesquisa é uma questão específica que se deseja investigar sobre um determinado tema. Trata-se de uma questão que pode e merece ser investigada.

Com a globalização da economia, internacionalização de marcas e crescente operações de privatizações, incorporações, fusões e aquisições de empresas, tem se tornado cada vez mais importante para proprietários e investidores conhecer profundamente a empresa e saber seu valor para o mercado e para a sociedade. Esse fato é de extrema relevância não apenas para avaliar as melhores opções de investimento, mas também para verificar se os acionistas estão criando valor para a empresa e analisar a saúde financeira da instituição, identificando setores ou tipos de negócio que podem trazer melhores resultados, além de identificar pontos de melhoria e auxiliar na tomada de decisões estratégicas.

Nesse contexto, o presente trabalho tem o propósito de analisar a seguinte questão: quais ferramentas ou métodos de avaliação de empresas podem ser utilizadas para auxiliar na análise de fusões, aquisições, investimentos, acompanhamento de desempenho interno e como ferramenta de apoio para a tomada de decisão?

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo geral

O objetivo desse trabalho é avaliar a utilização do *Valuation* como ferramenta de auxílio na análise de fusões, aquisições, investimentos,

acompanhamento de desempenho interno e gestão estratégica, além de analisar os métodos mais utilizados para mensurar o valor de uma empresa e qual deles pode trazer um resultado mais confiável, tendo em vista que tais informações têm grande influência em decisões que envolvem a aplicação de recursos de empresas e investidores.

1.3.2 Objetivos específicos

- Discorrer sobre a importância de se fazer o *Valuation* de empresas para avaliar operações de fusões, aquisições e outras formas de investimentos;
- Demonstrar que o *Valuation* pode ser utilizado como importante ferramenta estratégica para o gerenciamento do negócio e auxiliar no processo decisório das empresas;
- Descrever os principais métodos de avaliação de empresas.

1.4 Relevância

Os processos de avaliação de empresas, conhecido como *Valuation*, vem ganhando cada vez mais importância no meio empresarial e a literatura sobre o tema vem sendo cada vez mais disseminada devido ao alto grau de competitividade e complexidade que envolve as operações entre empresas, onde ativos são transacionados em volumes cada vez maiores e negociações são concluídas em períodos cada vez mais curtos. Como exemplo, podemos citar os trabalhos desenvolvidos por Guerra (2016), Lima (2013) e Nardi (2012).

A pesquisa elaborada por Pedro Eugenio Van Tol Amaral Guerra para o Curso de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Santa Catarina, no ano de 2016, cujo tema foi ***Valuation – Métodos de Avaliação de Empresas e Aplicabilidade em processos de fusão e aquisição empresarial***, teve como objetivo apresentar os principais métodos de avaliação utilizados em um processo de *Valuation* e explorar a sua aplicabilidade nos mercados de controle acionário e processos de fusão e aquisição, uma vez que esses processos desempenham papel importante no atual cenário empresarial, e são muitas vezes considerados como uma forma de tornar uma economia de mercado mais eficiente e eficaz. O autor procurou demonstrar os principais formatos, motivações e indicadores financeiros

envolvidos nos processos de fusão e aquisição, bem como as metodologias envolvidas nas avaliações e precificações das firmas envolvidas, além de analisar a metodologia utilizada pela agência reguladora brasileira (CADE) na identificação e mitigação de eventuais perdas de eficiência e bem-estar econômico que podem ser originadas desses processos. Como resultado da pesquisa, foi constatado que o processo e as metodologias de avaliação de empresas desempenham um papel estratégico importante no resultado das operações de fusões e aquisições e outros fatores envolvidos nesses processos podem auxiliar na sua aplicação.

Já Geraldo Augusto Sampaio Franco de Lima elaborou uma Tese de Livre-Docência com o tema “**A relação do acompanhamento dos analistas com características de valuation das empresas brasileiras**”, apresentado ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade da São Paulo, em 2013, procurou analisar o impacto do acompanhamento de analistas no valor das companhias abertas brasileiras. Para isso, foram formuladas três hipóteses de pesquisa que foram: (i) o valor de uma empresa é função crescente do número de analistas que a seguem; (ii) de acordo com o Efeito Negligência, empresas de pequeno porte, com maior potencial de crescimento, terão uma relação positiva com o número de analistas e geração de modelos melhores, em comparação com as empresas de grande porte; e (iii) quanto mais analistas de mercado seguem a empresa, menor é o custo de capital próprio. Para a pesquisa empírica, foram realizadas regressões em dados em painel com 63 empresas, sendo utilizadas de 300 a 2.300 observações, dependendo do painel. Foi verificado que nenhuma das hipóteses apresentadas foi rejeitada. Além disso, o trabalho trouxe contribuições importantes para investidores do mercado de capitais, que participam de decisões de compras e vendas de empresas, para executivos e gestores de empresas, auxiliando na percepção sobre a diminuição dos riscos na tomada de decisão e aos analistas de mercado, demonstrando o impacto suas ações e informações para o valor da empresa.

Outro autor que contribuiu para a disseminação da literatura sobre *Valuation* foi Roberto Yocisuke Soejima Nardi, através da dissertação “**Criação de Valor em Fusões e Aquisições – a Influência do Sentimento de Mercado**”, também apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade da São Paulo, no ano de 2012, em seu programa de pós-graduação em Administração, cujo objetivo foi

determinar se o sentimento de mercado no momento do anúncio de fusões e aquisições tem influência no grau de criação de valor para os acionistas das empresas adquirentes. A pesquisa realizada, analisou, através do emprego de regressões *cross section*, eventos ocorridos entre 2001 e 2011 com empresas listadas na Bovespa e se havia diferença das demais. De acordo com o resultado, não houve evidência significativa de que há influenciado sentimento de mercado sobre a criação de valor na maior parte dos resultados, porém indicam que há uma influência do cenário econômico, uma vez que há uma influência do sentimento do mercado sobre a criação de valor relativamente maior em períodos de mercado em baixa.

1.5 Justificativa

Há muitas razões que determinam a realização de uma pesquisa. Além do desejo de adquirir conhecimento e aprofundar na discussão sobre determinado tema, há ainda a possibilidade de desenvolver e testar teorias e hipóteses que sejam interessantes para o investigador e que possam trazer algum benefício futuro com sua aplicabilidade, através da solução ou prevenção de problemas relevantes para a sociedade.

O que impulsionou a realização deste trabalho foi fornecer subsídios que possam auxiliar potenciais investidores na escolha sobre quais métodos de *Valuation* podem ser utilizados, apresentando conceitos, definições e ferramentas necessárias às suas decisões, uma vez que a escolha do método deve ser coerente com a finalidade da avaliação e com as especificidades de cada empresa avaliada. Porém, é importante lembrar que os métodos representam apenas uma estimativa do valor de uma empresa, pois as informações disponíveis e a situação em que ela se encontra podem aumentar as incertezas sobre sua avaliação.

Neste sentido, o tema escolhido foi definido tanto por sua importância teórica quanto prática, uma vez que no mundo empresarial a busca por métodos financeiros para minimizar a incerteza nas transações econômicas, sendo elas aquisições, fusões ou outras opções de investimento se tornou recorrente e existem diversos métodos utilizados para avaliar o valor das empresas. Estes métodos têm como principal objetivo se aproximar do valor justo do ativo avaliado para dar suporte às decisões.

Trazer para o centro das discussões o conceito de *Valuation* e mostrar como ele pode auxiliar na análise de fusões, aquisições, decisões de investimentos, acompanhamento de desempenho além de ser utilizado ferramenta de apoio para a tomada de decisões estratégicas pode ser muito relevante para as empresas que buscam constantemente agregar valor ao seu negócio, precisam constantemente adaptar-se a cenários nem sempre favoráveis, buscam aumentar sua rentabilidade e aumentar sua competitividade na economia globalizada.

Para o profissional contábil, que precisa constantemente buscar informações para agregar seus conhecimentos, se tornando um profissional competente para exercer seu papel de gestor da informação e utilizar suas habilidades para interferir no processo decisório das empresas, ter conhecimento sobre o *Valuation*, seus métodos e impactos, é imprescindível para auxiliar potenciais clientes em suas análises de investimentos e dar suporte aos setores que compõem as empresas, através de seu conhecimento técnico.

Para empreendedores e investidores, a avaliação de empresas irá direcionar suas ações e decisões sobre a aplicação de recursos em fusões e aquisições, possibilitando conquistar vantagens estratégicas como ganhos de escala e sinergia, redução de custos, internacionalização da marca, remoção de concorrentes potenciais e de barreiras para entradas em novos mercados, ganho de eficiência, conquista de novos canais de distribuição, diversificação dos riscos, dentre outros benefícios que estas operações podem oferecer.

Por fim, aos leitores, ficam os passos básicos a serem seguidos e que podem ser adaptados para efetuar uma análise mais ampla de como calcular o valor de uma empresa, além de servir como base para outras pessoas interessadas a aprofundar a discussão sobre o tema e estimular outros trabalhos na área, compartilhando dessa forma material e conhecimento sobre o assunto.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 VALUATION

2.1.1 Conceito

O cálculo do valor de uma empresa é um processo complexo que combina análise estratégica com modernas teorias financeiras. É uma ferramenta essencial para decisões estratégicas que agreguem valor à empresa e para processos de fusão, incorporação, venda ou procura de sócio (CONSULTORES, 2017).

Nesse sentido, o *Valuation* surge como o termo dado para o processo de avaliação de uma empresa, que permite estimar o valor do negócio em questão, usando modelos quantitativos para analisar a situação financeira e as perspectivas de crescimento do negócio (INVESTOR, 2016).

Seguindo o mesmo conceito, Guerra (2016) define o *Valution* como sendo o processo de estimação de preço de um ativo quando este é transacionado, conseqüentemente mudando de proprietário. Já Areco (2017) define *Valuation* como um termo da língua inglesa usado para se referir ao processo de avaliação de empresas, basicamente tratando sobre a atividade de como calcular o valor de uma empresa de forma sistematizada, usando um modelo quantitativo. Essa avaliação tem como objetivo saber qual a situação da empresa, suas perspectivas de crescimento, posição que ocupa no mercado e previsão de retorno de investimento.

Sobrinho (2015) defende que o *Valuation* não se resume a uma metodologia de avaliação de ativos, tampouco uma alternativa de análise de cenários e apuração de desvios de valor, pois pode ser aplicado também em planejamento tributário, revisão de custos de fabricação dos produtos, melhoria nos processos e decisões sobre mix de produtos, entre outros.

Ao entender como funciona o *Valuation* em uma empresa, o investidor, comprador ou empresário, poderá entender melhor como está configurado aquele negócio, auxiliando na tomada de decisões estratégicas. Isso porque, durante a construção de um laudo de *Valuation*, é necessário fazer uma análise financeira completa da empresa e de cada um de seus setores, o que possibilita levantar as falhas, entender o comportamento da empresa frente seus concorrentes, analisar diferentes cenários e o risco do investimento, além de evidenciar uma necessidade

de capital que pode ajudar durante a tomada de decisões de um gestor (INVESTOR, 2016).

Areco (2017) ainda destaca que saber como calcular o valor de uma empresa pode ser utilizado para fins internos, como instrumento de gestão, servindo de base para mensurar a criação de valor e riqueza para os acionistas de um período para outro e, assim, analisar os resultados das estratégias corporativas e a eficiência dos executivos no cumprimento do objetivo principal das empresas que é a maximização de seu valor.

Para Guerra (2016), o atual ambiente de negócios com alto grau de competitividade e complexidade, em que ativos são transacionados em volumes cada vez maiores e as negociações são concluídas em períodos cada vez mais curtos, a área de avaliação de ativos (individuais ou de empresas) tem ganhado cada vez mais destaque tanto em ambiente acadêmico quanto no mercado financeiro e empresarial. O autor ainda cita que há diversas razões que justificam um processo de avaliação como a compra e venda de negócios, análise de processos de fusão, cisão e incorporação de empresas, dissolução de sociedades, liquidação de empreendimentos e avaliação da habilidade dos gestores de gerar riqueza para os acionistas.

2.2 Definição de índices envolvidos no processo de avaliação de empresas

Para avaliar se a empresa está criando valor ou não, alguns índices são bastante utilizados como base para essa análise, sendo de suma relevância conhecer e compreender o conceito e a forma de cálculo e aplicação desses índices.

A seguir, são demonstrados alguns destes índices:

- **Custo de capital:** refere-se à remuneração que a empresa oferece para os fornecedores dos recursos que necessita para realização de investimentos que podem proporcionar retornos superiores aos oferecidos aos credores. O Custo do Capital de Terceiros é a remuneração paga aos credores através de juros e devolução do valor principal. O custo do Capital próprio é a remuneração oferecida para sócios e investidores da entidade (LIMA, 2011);

- **EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*):** uma tradução livre para o português seria "Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização" (Lajida), este indicador mostra o desempenho

operacional da empresa, uma vez que, segundo muitos especialistas, o lucro e prejuízo do período não ilustram o desempenho operacional da organização no período. Trata-se do lucro antes de juros, impostos, depreciações e amortizações (SILVA, 2011);

- **Retorno sobre Investimentos – ROI:** também conhecido como taxa de retorno, é a relação entre o dinheiro ganho ou perdido através de um investimento, e o montante de dinheiro investido (LIMA, 2011);

- **Taxa de Crescimento:** para Guerra (2016), o cálculo dessa taxa é dado pela taxa de retorno do capital investido aplicado sobre a taxa de reinvestimento. Trata-se de umas das variáveis mais importantes para avaliar uma empresa pois permite estimar as receitas e lucros futuros.

- **Valor Agregado de Mercado (*Market Value Added – MVA*):** segundo Lima (2011) esse indicador refere-se à riqueza total do acionista agregada ao longo do tempo pela administração;

- **Valor Econômico Adicionado (*Economic Value Added – EVA*):** de acordo com Lima (2011) esse indicador permite medir o valor criado por um agente econômico. É o valor adicional que adquirem os bens e serviços ao serem transformados durante o processo produtivo;

- **Valor terminal (Perpetuidade):** de acordo com Guerra (2016), o valor terminal é aquele que representa uma empresa após um período de tempo explicitado. Em geral, considera-se que as empresas tenham vidas infinitas, por isso ao final de um período de tempo previsto deve-se adicionar um valor final que reflita os fluxos de caixas futuros que se esperam ser gerados por determinado ativo.

- **WACC (*Weighted Average Cost of Capital*):** representa o custo médio ponderado de capital da empresa. Deve ser calculado após os impostos devidos pela empresa, uma vez que o fluxo de caixa livre é calculado após impostos (COPELAND, 2006).

2.3 Métodos de *Valuation*

Existem diversos métodos utilizados para o cálculo do valor das empresas e a escolha de qual será utilizado deve ser coerente com a finalidade da avaliação e

com as especificidades da empresa avaliada para que esta possa chegar a uma conclusão que reflita sua situação real.

Para elaborar um laudo de *Valuation*, é necessária fazer uma avaliação financeira completa da empresa e de todos seus setores, possibilitando identificar falhas, compreender o comportamento da empresa perante seus concorrentes, analisar diferentes cenários e os riscos do investimento (INVESTOR, 2016).

Para Guerra (2016), a escolha do método de avaliação dependerá do objetivo e das características do ativo a ser avaliado. Dentre as atividades que utilizam métodos de avaliação podemos citar a gestão de carteiras, aplicações financeiras de investidores individuais, processos de fusões e aquisições e para fins legais e tributários, tais como em caso de morte de proprietário de bens imóveis e casos de divórcio.

O valor final encontrado pode variar dependendo do métodos de *Valuation* que for utilizado e das premissas usadas no momento da modelagem financeira, como percepção de mercado e percepção do crescimento da empresa nos próximos anos.

É importante ressaltar que para calcular o valor de uma empresa, a definição do método é fundamental para se encontrar um valor mais justo para o negócio ou ativo. A decisão da metodologia que será utilizada exige, além de conhecimento técnico e estratégico, um grande entendimento sobre o funcionamento de cada setor e as condições na qual a empresa se encontra (INVESTOR, 2016).

A seguir serão apresentados alguns dos métodos de cálculos mais utilizados para o *Valuation*.

2.3.1 Fluxo de Caixa Descontado

Dentre as diversas métricas de avaliações existentes, a mais utilizada é a do Fluxo de Caixa Descontado (*Discounted Cash Flow – DFC*), por partir de um simples pressuposto: um negócio vale o potencial de caixa que ele pode gerar no futuro, trazido ao valor presente, mediante a aplicação de uma taxa de desconto. Essa taxa de desconto deve refletir diversos fatores, tais como: custo de capital, custo de oportunidade, riscos, liquidez e inflação (INVESTOR, 2016).

De acordo com Copeland (2006), o modelo de avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado determina o valor de uma empresa como sendo a soma do valor das

operações de uma empresa menos o valor do endividamento e outras formas de passivo.

Para Areco (2017), a utilização desse método pode ser dividida em três etapas:

1. Estimar o fluxo de caixa: antecipar o fluxo de caixa da empresa para os próximos períodos;

2. Definir a taxa de desconto: ela está ligada diretamente ao risco de investimento. Para calcular isso, conhecimento do mercado é fundamental.

3. Trazer o fluxo de caixa ao valor presente: o último passo para saber como calcular o valor de uma empresa é trazer todos os valores, projetados e atuais, para o valor presente. Ao final dessas etapas, será possível ter uma noção aproximada do valor de mercado de sua empresa, bem como o risco e as oportunidades capazes de atrair investidores para ampliação e crescimento.

Segundo Copeland (2006), esse modelo apresenta as seguintes vantagens:

- Avalia todos os componentes da empresa que formam o valor total, não se limitando ao capital social, facilitando desta forma identificar os diferentes investimentos e as respectivas fontes de financiamento.

- Identifica as principais áreas de criadoras de valor e permite foco nas áreas que efetivamente criem valor para a empresa.

- O modelo de DCF pode ser utilizado na empresa como um todo ou em unidades de negócio individualmente.

- Possui sofisticação suficiente para atuar com a complexidade de grande parte das situações e ao mesmo tempo é de fácil implantação.

O método de Fluxo de Caixa Descontado é feito levando em consideração os investimentos feitos em seus ativos operacionais, o seu custo de capital e os riscos do empreendimento (INVESTOR, 2016).

Vale destacar que não é recomendável a utilização desse método para o *Valuation* de *Startups*, uma vez que esse tipo de empresa não apresenta dados históricos que permitam criar uma projeção confiável de informações. Além disso, como essas empresas crescem de forma exponencial até atingirem a maturidade, projetar a capacidade de gerar riquezas dessa empresa, mantendo a taxa de crescimento do seu período inicial, pode ser irreal (INVESTOR, 2016).

2.3.2 Valor Patrimonial

Segundo Mielczarski (2003), esse método baseia-se na soma dos ativos e passivos exigíveis mensurados através dos princípios contábeis tradicionais. Esse modelo pode ser utilizado por empresas cujos ativos mensurados por tais princípios não divergem de seus valores de mercado e que tais valores não possuam um *goodwill* significativo. Porém o autor considera esse modelo restrito quanto a sua aplicabilidade por não levar em consideração os resultados futuros da sinergia de ativos e passivos e os riscos inerentes ao negócio ou o custo da capital investido.

De acordo com Werneck e outros (2010) o valor da empresa equivale a seu patrimônio líquido no momento da operação. Apesar das críticas e limitação, este modelo é recomendado a empresas com valor patrimonial contábil próximo ao valor de mercado. O autor ainda argumenta que este modelo depende de três premissas básicas:

a) **Valor de mercado e dividendos esperados:** o valor de mercado do patrimônio de uma empresa é dado em função dos dividendos futuros esperados descontados a uma taxa de juros, levando em conta que a política de dividendos é absolutamente irrelevante;

b) **O lucro limpo:** segundo a premissa de *Clean Surplus Relation* – CRS, todas as alterações ocorridas no patrimônio líquido devem necessariamente passar pelo resultado do período.

c) **Comportamento estocástico dos lucros residuais:** os lucros residuais (lucros anormais) são os lucros contábeis ajustados por uma taxa de remuneração do capital próprio. Estes lucros obedecem a um processo estocástico, ou seja, uma parcela do lucro atual afeta o lucro do período seguinte.

2.3.3 Modelo de Avaliação Relativa ou Múltiplos de Mercado

Em geral, essa metodologia é usada quando se tem ativos comparáveis muito similares e quando se necessita de uma análise rápida e de fácil interpretação (INVESTOR, 2016).

De acordo com Guerra (2016), no método de avaliação relativa (ou avaliação por múltiplos) o valor de uma empresa ou ativo específico é obtido a partir da

comparação com preços de ativos similares que possua características em comum: vendas, receitas, valor contábil ou fluxos de caixa.

Na utilização desse método, é preciso levar em conta dois aspectos importantes:

a) Os valores devem seguir o mesmo padrão. Sendo assim, para calcular o múltiplo preço/lucro, você precisa encontrar o preço por ação e o lucro por ação e o lucro por ação da empresa que você está usando para comparar.

b) É importante saber que não existem empresas idênticas, por isso é preciso encontrar empresas com características bem similares, evitando divergências em relação às perspectivas futuras (INVESTOR, 2016).

De acordo com Lima (2014), através desse método, estima-se o valor por meio da aplicação de um fator de referência, o qual tem como base empresas já avaliadas que atuam no mesmo segmento, sendo tal fator multiplicado pelo número de lucros, receitas ou EBITDAs (lucro líquido ajustado das despesas financeiras, dos impostos e da depreciação e amortização).

2.3.4 Modelo de Opções Reais

Para Guerra (2016) esse modelo assume que as oportunidades de expansão de uma empresa (investimentos, ampliações ou aquisições) podem ser vistas como sendo opções de compra. As **Opções** são contratos que dão ao seu titular o direito de comprar ou vender um determinado ativo, a um preço pré-fixado, em uma determinada data.

Porém Copeland (2006) reitera que o modelo de opções reais utiliza a ideia de que é preciso encontrar um título perfeitamente correlacionado para avaliar o risco de forma correta.

Para Alves (2013), esse modelo é utilizado para dar valor e flexibilidade a projetos, uma vez que o mesmo pode apresentar VPL negativo e continuar sendo viável caso não tenham sido contempladas as flexibilidades embutidas no processo de avaliação. A análise torna-se muito mais completa quando se consegue classificar as oportunidades e as probabilidades de sucesso de cada opção. Por tal elemento, o modelo de avaliações por opções reais é muito aplicado na tomada de decisões.

2.3.5 Valor de Liquidação

Segundo Lima (2014), esse método considera a venda de todos os bens listados no balanço, como imóveis, máquinas e equipamentos: soma-se o dinheiro disponível obtendo-se um resultado, do qual desconta-se todas as dívidas para obter o valor da empresa. Esse método é simples de se calcular, porém limita-se aos imobilizados e não considera outras informações como, por exemplo, a carteira atual de clientes da empresa.

Para Marques (2011) esse modelo é indicado apenas para casos específicos, como a liquidação de uma empresa ou em situações em que os ativos a serem liquidados tenham mais valor do que o valor presente dos rendimentos futuros da empresa.

Segundo Mielle (2016), o valor de liquidação é útil como um parâmetro para avaliar o risco do investimento: um potencial alto de valor de liquidação significa um risco menor do investimento. Por exemplo, com todas as outras variáveis iguais, é preferível investir em uma empresa que possui um determinado equipamento do que em uma empresa que o aluga. Se tudo der errado e você tiver que fechar a empresa, pelo menos conseguirá algum dinheiro com a venda do equipamento.

2.3.6 Método de Berkus

De acordo com Izabel (2017), o método Berkus o valor das companhias é calculado baseando-se em cinco fatores: qualidade do time, ideia, estágio de desenvolvimento, qualidade dos administradores e estágio de vendas. Para cada um desses fatores é atribuído um valor de US\$ 500 mil considerando que há uma escala para cada um desses itens.

De acordo com Mielle (2016) o método Berkus é uma regra simples e conveniente para estimar o valor de seu caixa, porém deve ser usado apenas se está realizando o *Valuation* de uma *startup* que ainda não possui faturamento.

Ainda segundo Melle (2016) este método visa valorar a empresa de acordo com a diminuição dos riscos de implementação do projeto. Quanto mais pronta estiver a *startup*, maior será seu valor antes do investimento. Através deste processo poderá se ter uma ideia aproximada de qual o valor da caixa e o que precisa ser melhorado na empresa.

2.3.7 Método Venture Capital (Método do Capital de Risco)

De acordo com Mielle (2016) o método *venture capital* ou método de avaliação de capital de risco é praticamente uma evolução do método Berkus. Primeiro se determina o valor inicial de seu caixa e o ajusta ao valor final através dos riscos inerentes à sua construção. Esse método também é mais indicado para startups que ainda não possuem receita.

Para Izabel (2017), esse método considera a expectativa do valor do investimento, quando um fundo de *venture capital* de avaliação de empresas em estágios iniciais vende a sua participação na empresa, que é então dividido pelo retorno sobre o investimento esperado pelo investidor.

2.3.8 Método de Avaliação por Scorecard

Segundo Izabel (2017), esse método atribui valor baseado em sete itens: força e qualidade do time (até 30%), tamanho da oportunidade (até 25%), produto (até 15%), ambiente competitivo (até 10%), marketing, canais de vendas e parcerias (até 10%), necessidade de capital adicional (até 10%) e outros fatores (até 5%).

Mielle (2016) define o Método de Avaliação por *Scorecard* como uma abordagem mais elaborada para a precificação de uma *startup*. Ele inicia da mesma maneira que o método de avaliação de capital de risco, ou seja, se determina um valor inicial para seu caixa, e então o valor é ajustado de acordo com um conjunto de critérios. Nenhuma novidade, exceto pelo fato de esses critérios serem ponderados de acordo com seu impacto no sucesso do projeto.

Seguindo esse mesmo entendimento, Poli (2016) conclui que esse método utiliza variáveis subjetivas. O maior peso vai para a equipe, seguida da oportunidade, depois da tecnologia, competição, receitas, necessidade de investimento adicional e outros fatores.

2.3.9 Modelo de OHLSON - RIV

De acordo com Marques (2012), o modelo conhecido como modelo de Ohlson-RIV (*Residual Income Valuation*), é derivado do método de fluxo de dividendos. Esse modelo define o valor de uma empresa como sendo o somatório

do valor contábil do patrimônio líquido da companhia com o valor presente dos lucros residuais esperados. A principal premissa desse modelo é o conceito de *clean surplus* que impõe que todas as transações que, com exceção das transações com os acionistas, modifiquem o patrimônio líquido da companhia, passem pelas contas de resultado.

Para Bispo, Calijuri e Junqueira (2008), o trabalho de Ohlson lançou um novo olhar sobre a utilidade dos números contábeis no processo de avaliação, na medida em que estabeleceu a ligação entre o lucro contábil e o valor das ações da empresa, bem como incrementou as discussões sobre o papel da contabilidade e suas limitações para fins de avaliação.

2.3.10 Capitalização de lucros

Segundo Mielczarski (2003), o modelo de capitalização de lucros parte dos lucros médios ponderados antes dos juros e tributos e capitaliza-os com o uso de uma taxa subjetivamente determinada. O fator de capitalização é o elemento mais polêmico deste modelo.

Seguindo esse mesmo conceito, Alves (2013) complementa que esse modelo considera que o valor da empresa é obtido a partir da capitalização dos lucros médios ponderados a uma taxa subjetivamente determinada.

Para Neis e outros (2005) o método de capitalização de lucros tem sua maior limitação vinculada ao fato de utilizar o lucro apurado pela contabilidade tradicional, que utiliza valores históricos e é tido como defasada, além de ser considerado como de difícil aplicabilidade, visto que não existem fórmulas de cálculo explicitamente definidas, ou um caminho pré-determinado a executar, ensejando possibilidade de se obter diferentes resultados, dependendo do referencial utilizado pelos avaliadores.

2.3.11 Valor Presente de Dividendos

Também conhecido como Modelo de Gordon, nesse método o valor da empresa corresponde ao fluxo de dividendos esperados para o próximo ano trazidos a valor presente (MARQUES *et. al.*, 2011).

Lima (2011) esclarece que esse modelo se baseia no valor presente de dividendos futuros esperados, ou seja, é um caso diferenciado de avaliação do fluxo de caixa do acionista.

Para Mielczarski (2003), a grande questão neste modelo é definir qual será a taxa de crescimento dos dividendos futuros. Tais dividendos seriam descontados a uma taxa de retorno exigida pelo investidor, ou custo de oportunidade.

Lima (2014) ainda lembra que esse modelo, assim como qualquer outro que vise *Valuation* de empresas, é falível e possui suas limitações, portanto não deve ser usado como a última palavra. É ideal para aqueles que investem em empresa de crescimento de dividendos.

2.4 *Valuation* como ferramenta estratégica

Diante da rapidez e dinâmica com que a economia e o mercado evoluem, ter as respostas certas no momento certo pode ser fator decisivo para qualquer negócio. Por isso, o uso de ferramentas que ajudam a atender as expectativas e demandas do mercado torna-se um grande diferencial em uma mesa de negociação, significando a perda irreparável de uma oportunidade ou o alcance do objetivo de um bom resultado.

Nesse cenário, a determinação do valor das empresas pode ser utilizada como um instrumento de gestão, ou seja, para mensurar a criação de valor e a maximização da riqueza dos acionistas de um período para outro. Inclusive, para analisar os resultados das estratégias corporativas e a eficiência dos executivos na consecução do objetivo principal das empresas: a maximização do valor (CONSULTORES, 2017).

Segundo Copeland (2006), o método de *Valuation* é também um ferramental analítico que pode ser transformado em instrumento de gestão visando orientar a organização empresarial em torno de um único objetivo: a criação de valor para o acionista

Para Mendonça (2016) através do *Valuation* podem ser controlados os indicadores e premissas que norteiam o negócio, possibilitando seu controle e ajuste de estratégia, de modo a subsidiar a tomada de decisão.

Areco (2017) defende que que o *Valuation* é essencial para as decisões de gestão, estratégias e negociações da empresa, auxiliando em decisões importantes, tais como:

Investimentos: considerando que toda empresa está sujeita a receber proposta de investidores, para uma boa negociação é imprescindível que o empresário saiba de fato o valor da sua empresa e não tenha apenas uma estimativa;

Participação societária: pois sempre há a possibilidade de entrada ou saída de um sócio ou investidor. Para se estabelecer distribuição justa de capital, é preciso ter uma avaliação atualizada da empresa. Isso também minimiza conflitos entre os acionistas;

Conhecer as próprias finanças: através do cálculo do *Valuation* é possível conhecer exatamente a situação da organização, sua confiabilidade e adequação a questões contábeis e fiscais. Pode ser utilizado para corrigir possíveis erros e saber receitas, ativos e passivos da empresa, e conseqüentemente conhecer o faturamento e o lucro;

Projetar o futuro: com a avaliação do seu negócio é possível analisar o caminho da empresa e se as metas estão sendo atingidas. Com isso, é possível estabelecer novos objetivos e corrigir possíveis erros.

Mendonça (2016) considera que o *Valuation* ajuda a traduzir, monetariamente, sobre a evolução do seu negócio se determinadas premissas do seu modelo de negócio forem seguidas, projetando-se o fluxo de caixa futuro trazido a valor presente e evidenciando, de forma estimada, a escalabilidade do negócio como informado no plano de negócio.

Na visão de Guerra (2016), uma das principais aplicações da avaliação de empresas é avaliar os impactos das decisões estratégicas, operacionais e financeiras com o objetivo final de promover a maximização de valor do negócio.

2.5 Fusões e Aquisições

Segundo Farinazzo e outros (2008) as duas últimas décadas do século XX foram marcadas por um crescente aumento das operações de fusões e aquisições. Isso ocasionou diversas mudanças, alterando padrões de gestão, produção e emprego no mundo todo.

De acordo com Guerra (20116), embora o termo fusões e aquisições seja frequentemente usado como um todo para referir o ato de venda ou compra de empresas, uma vez que tanto a fusão como a aquisição partilham frequentemente de vários aspectos semelhantes, especialmente o resultado econômico, existem distinções práticas, conceituais e jurídicas entre os dois processos.

Fusão de acordo com Barros (2003) é uma operação que envolve combinação de duas ou mais empresas, que deixam de existir legalmente para formar uma terceira com nova identidade, teoricamente sem predominância de nenhuma das empresas anteriores. Logo fusão trata-se de um processo de aglutinação de empresas no intuito de formar uma nova.

Aquisição é o processo pelo qual as ações ou ativos de uma empresa passam a pertencer a um comprador. É o termo genérico usado para descrever a mudança de proprietário (FARINAZZO *et al.*, 2008). Seguindo esta mesma linha, Guerra (2016) define que o termo se refere à compra de um ativo, que pode ser uma empresa inteira, ou apenas uma planta ou uma divisão de negócios. Neste caso trata-se da compra direta da empresa e conseqüentemente das transferências dos bens, direitos e obrigações à empresa compradora.

Barros (2003) afirma que uma das etapas vitais para o processo de fusão e aquisição é a integração entre as empresas, pois isto garante o sucesso da operação.

Ainda de acordo com Barros (2003), a fusão envolve uma completa combinação de duas ou mais empresas que deixam de existir legalmente para formar uma terceira com nova identidade, teoricamente sem predominância de nenhuma das empresas anteriores. Já a aquisição determina o desaparecimento legal da empresa comprada.

Farinazzo e outros (2008) considera que o tema Fusões e Aquisições é recorrente no meio empresarial devido às empresas buscarem constantemente aumentar o seu valor de mercado uma vez que conseguir agregar valor à empresa não é tarefa fácil, pois implica em adaptar-se a cenários nem sempre favoráveis e fazer a rentabilidade da empresa superar o seu custo de capital, ajustado ao risco do empreendimento.

Para Guerra (2016), a determinação do valor de uma empresa é considerada como um fator chave do processo de negociações que leva em consideração as fusões e aquisições entre empresas.

Nesse contexto, Sobrinho (2015) refere-se ao *Valuation* como uma técnica amplamente aplicada nas operações de fusões e aquisições, pois, tanto o vendedor quanto o comprador precisam saber qual é o real valor do ativo em negociação.

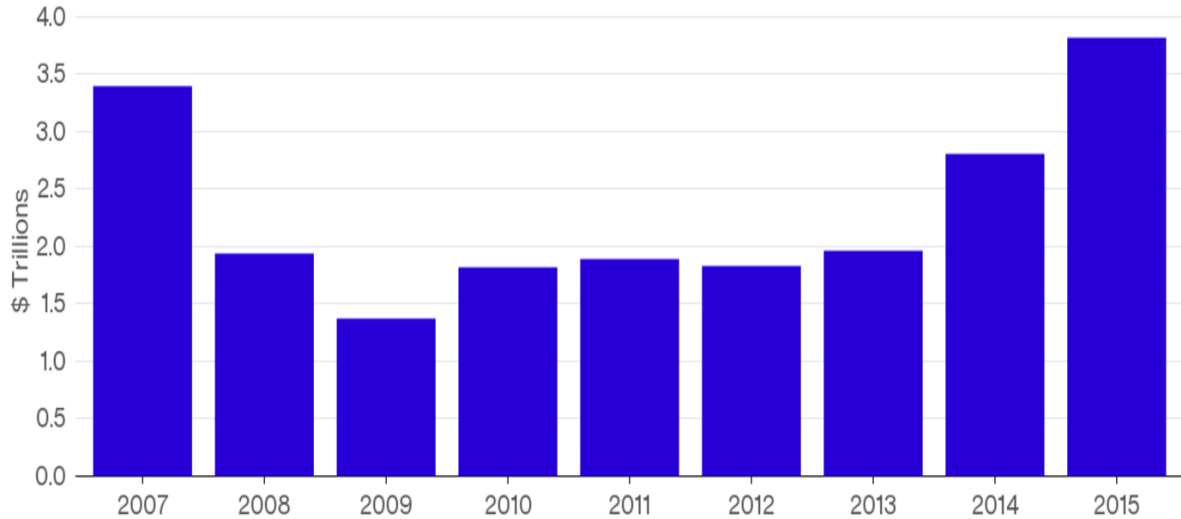
Farinazzo e outros (2008) reitera que o processo de aquisição de uma empresa é uma tarefa complexa, pois exige uma série de medidas que são indispensáveis para que se alcance o sucesso. São questões fiscais, contábeis e até legais que envolvem uma operação desse tipo.

Para Guerra (2016) a ideia principal de um processo de fusão e aquisição é que a empresa criada a partir da fusão possua um valor maior que a soma das empresas individuais. Para atingir este objetivo particular, ambas as empresas têm de ser avaliadas em detalhes antes de se fundir. Esse processo detalhado de avaliação determinará se o processo de fusão e aquisição é capaz de ser concluído com êxito e se a fusão ou aquisição será economicamente interessantes para as partes envolvidas, e quanto de elevação pode ser esperado de lucro após a conclusão do processo.

De acordo com Farinazzo e outros (2008), quando alguma empresa destina sua energia para fusão ou aquisição, espera-se o melhoramento do desempenho ou o alcance de algum tipo de sinergia, aumentando a eficiência da economia como um todo.

Os processos de fusões e aquisições tem se tornado uma realidade cada vez mais frequente no mundo e envolvem valores cada vez maiores. Pode-se observar o comportamento das somas envolvidas no gráfico abaixo.

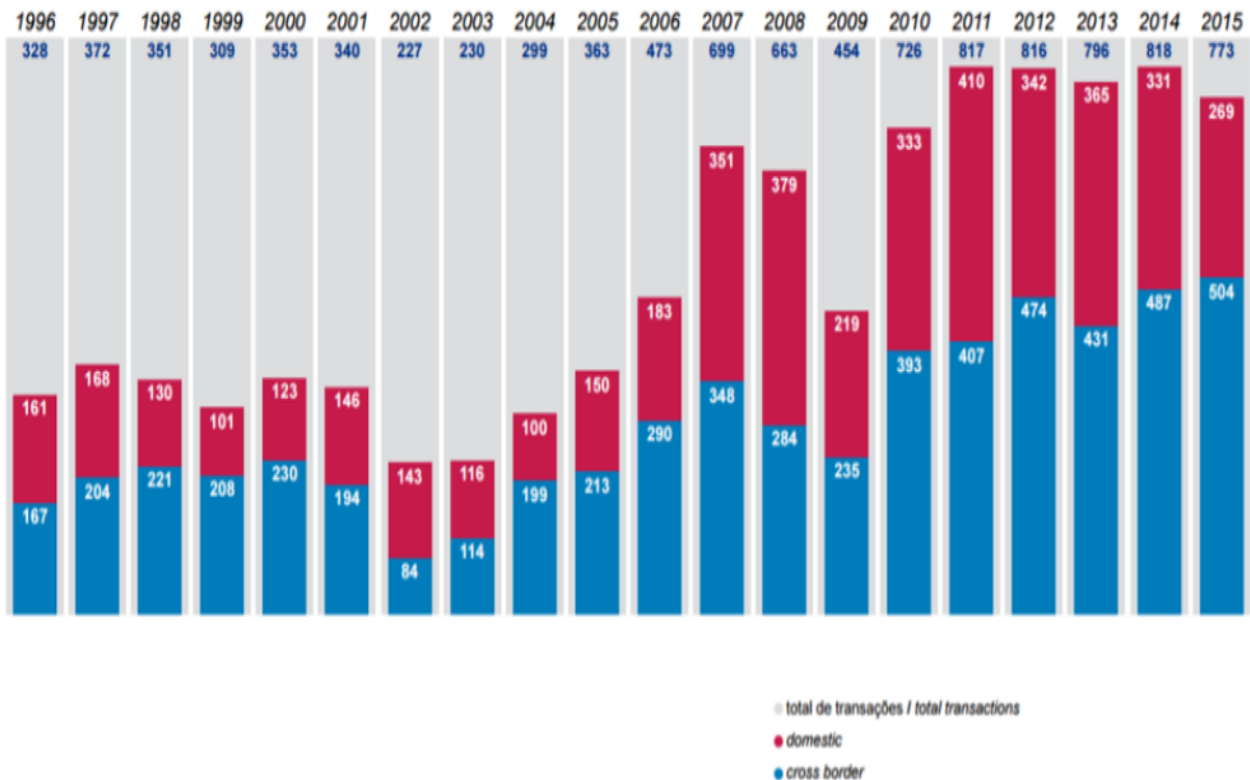
Gráfico 1 – Evolução das operações de fusão e aquisição no mundo (US\$ Trilhões)



Fonte: Statista (2016)

No Brasil, essas operações também vêm crescendo nos últimos anos, conforme pode ser observado no gráfico a seguir:

Gráfico 2 – Evolução das operações de Fusão e Aquisição no Brasil



Fonte: KPMG (2016)

Para Farinazzo e outros (2008) as principais vantagens e motivos da ocorrência das transações de fusão e aquisição são:

- Ganhos com economia de escala e outras formas de sinergia;
- Viabilização da expansão em prazo mais curto, redução do custo da expansão e diminuição dos prazos de implantação e dos riscos de uma nova linha de produtos;
- Aumento do poder de mercado diante de clientes, distribuidores e fornecedores;
- Garantia de novos canais de distribuição e utilização de bases já instaladas;
- Obtenção de vantagens fiscais;
- Remoção de um concorrente potencial;
- Remoção de barreiras à entrada em novos mercados;
- Remoção de administradores ineficientes;
- Redução dos riscos inerentes ao desenvolvimento interno de novos projetos ou produtos ou à montagem de estabelecimentos próprios em novos segmentos de mercado;
- Entrada em novos mercados e novas indústrias;
- Utilização de fundos em excesso, de um lado, e levantamento de fundos, de outros;
- Diversificação do risco – várias empresas juntas, em setores ou mercados diferentes, reduzem o risco do grupo e a volatilidade das receitas.

Já Guerra (2016) defende que um dos principais motivos para a realização de fusões e aquisições encontra-se na estratégia de internacionalização das empresas em busca de uma forma mais rápida de garantir ou ampliar sua posição competitiva e, assim, garantir vantagens diversas diante de um ambiente de mudanças.

Além da importância do uso da avaliação de empresa para fins, tanto para fusões e aquisições e para a gestão baseada em valor, pode ser utilizado também para avaliação de compra e venda de ações e de participações acionárias, análise de oportunidades de novos negócios e da viabilidade de novas empresas e avaliação do desempenho econômico e financeiro de uma unidade de negócios, departamentos e produtos, visando à criação de valor e servindo de avaliação para gestores e acionista (CONSULTORES, 2017).

2.5.1 Tipos de fusões e aquisições

De acordo com Brealey e outros (2002) as fusões e aquisições podem ser divididas em três categorias:

1. Integração Horizontal: Ocorre quando as firmas pertencem a mesma indústria ou linha de negócio. Os principais benefícios são economias de escala na produção e na distribuição e possibilidade de aumento de poder de barganha em razão de maior concentração da indústria. Das firmas criadas a partir de uma integração horizontal, surgem empresas maiores em escala de produção e poder de mercado.

2. Integração Vertical: É a combinação de empresas que atuam em diferentes estágios da cadeia de produção de um produto. Pode-se citar a compra de um fornecedor, visando redução de custos de matéria-prima, ampliação ou maior eficiência no acesso a materiais essenciais em decorrência de melhor gestão do processo.

3. Conglomerados: São operações envolvendo empresas que atuam em diferentes segmentos, tendo a diversificação como principal objetivo.

Nardi (2012) considera que as fusões e aquisições são processos complexos que visam obter resultados satisfatórios por meio de aumento de valor percebido pelos *Stakeholders*, porém a integração se mostra significativa e satisfatória quando é feita de forma coesa, para alcançar mais flexibilidade e agilidade na tomada de decisões.

Para Silva (2011), as operações de fusões e aquisições têm se tornado um importante meio de execução de estratégias corporativas e de realocação de recursos na economia global nos últimos anos. Para que estas operações se concretizem, é necessário que as partes envolvidas consigam mensurar em termos quantitativos os efeitos de suas estratégias. É neste contexto que as metodologias de avaliação de empresas são utilizadas, como uma ferramenta de mensuração de valor.

2.5.2 Criação de Valor

Na visão de Nardi (2012), a literatura na área de finanças relacionada ao tema fusões e aquisições é abrangente e tem como um dos principais temas de pesquisa

os fatores que determinam o grau de criação (ou destruição) de valor nesses processos.

Copeland (2006) fundamenta o valor como sendo a crença de que administradores que se concentrarem na construção de valor para o acionista criarão organizações mais rentáveis e saudáveis.

Para Silva (2011), a criação de valor pode ser entendida como a agregação de valor ao negócio como um todo, buscando solidez, melhoria nos serviços prestados, aumento das receitas, redução de custos, captação das ações da companhia, entre outros. Porém, se avaliada de forma errada, poderá afetar os benefícios da fusão e aquisição.

Mendonça (2016) destaca que a criação de valor é uma das tarefas mais difíceis para os especialistas em todos os nichos de mercado e ainda é um tema bastante controverso, porém de grande relevância devido ao grande interesse por parte dos investidores.

Segundo Silva (2011), pode-se concluir que o resultado dos processos de fusões e aquisições na visão da criação de valor deve ser analisado sobre uma série de informações possíveis com dados confiáveis e utilização de metodologias que possam fornecer uma perspectiva real sobre o negócio.

2.5.3 Due Diligence

Com o aquecimento do mercado e a realização de várias operações de expansão empresarial, tais como fusões, aquisições ou incorporações, muito tem se falado sobre a realização de *due diligence* como ferramenta indispensável para a concretização de negócios de maneira mais segura.

Segundo Barros (2003) *Due Diligence* trata-se da etapa inicial do processo de aquisição, quando são feitos levantamentos e análises sistematizadas sobre a empresa a ser adquirida. O mais comum nessa etapa é focalizar as implicações financeiras decorrentes dos valores relativos a taxas, impostos ou quaisquer questões legais que influenciem na estrutura da transação em si, com o objetivo de auxiliar a definição do preço a ser pago.

Farinazzo e outros (2008) frisa que muitas empresas formam equipes multidisciplinares com capacidade e expertise para cumprir a *Due Diligence*, porém o

que geralmente ocorre é a formação de uma equipe de *background* para avaliar os riscos financeiros envolvidos na operação. Isso faz com que o processo de *Due Diligence* fique muito focalizado, dispensando outros aspectos importantes que deveriam ser analisados.

Para Escobar (2008), o cerne de uma *due diligence* é conhecer em detalhes a real situação de uma corporação para que todos (ou quase todos) os riscos atrelados à pretensa operação sejam avaliados e, na medida do possível, mensurados de forma confiável. Dessa forma, esse procedimento deve ser adotado por todos os interessados na transação, seja para conhecer a fundo seu próprio negócio, seja para que o empresário interessado em adquiri-lo tenha melhor conhecimento sobre o que está comprando.

2.5.4 Contabilização de ativos intangíveis: Goodwill

Segundo Farinazzo e outros (2008), quando uma empresa compra a outra, na maioria das vezes paga um valor acima daquele avaliado, pois uma compra envolve fatores que vão além do valor de mercado daquela empresa, ou seja, além do valor de mercado das suas ações, pois uma compra faz com que a empresa ganhe uma possível tecnologia, ou mesma mão de obra especializada, o que fará com que ela tenha ganhos. Para demonstrar contabilmente este valor, os gestores criam o ativo chamado *goodwill*, ou seja, os ativos intangíveis, como os citados acima, os quais normalmente não são mensurados.

Segundo Copeland (2006) o *goodwill* pode ser reconhecido a qualquer momento, reavaliando o patrimônio líquido a valor de mercado, porém os ganhos com o *goodwill* para a empresa são muito difíceis de serem mensurados, pois quando é feito o cálculo, mesmo que aproximado, dos benefícios futuros, chegamos a um valor que deverá ser reconhecido.

Para Farinazzo e outros (2008) adquirir uma empresa é uma tarefa complexa, pois exige uma série de medidas que são indispensáveis para que se alcance o sucesso. São questões fiscais, contábeis e até legais que envolvem uma operação desse tipo. O primeiro ponto a ser abordado quando analisamos as fusões e aquisições contabilmente, é o fato dela ser apenas uma simples aquisição de ativos ou uma consolidação de participação e esta questão é uma das mais debatidas atualmente.

2.5.5 Metodologia aplicada pelo CADE

Para se tratar do assunto fusões e aquisições, é de suma importância destacar o papel do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) na análise desses processos.

O CADE é o órgão do governo brasileiro responsável por analisar os processos de fusão e aquisição envolvendo empresas nacionais, deliberar sobre eventuais Atos de Concentração Econômica (AC) e eventualmente aprovar ou rejeitar o processo (CADE, 2016).

Guerra (2016) salienta que diferentemente de processos de *Valuation* empresariais, a metodologia de avaliação do CADE tem por objetivo identificar eventuais distorções e perda de bem-estar econômico advindos de processos de fusão e aquisição.

Compete ao CADE apreciar atos de concentração econômica (ACs) que preencham os requisitos previstos nos artigos 88 e 90, incisos I a IV, da Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011 (CADE, 2016).

De acordo com o Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal (CADE, 2016), em seu processo de análise dos processos de fusão e aquisição, normalmente o CADE utiliza um procedimento de cinco etapas para avaliar os efeitos de eficiência econômica e ganho de poder de mercado dos agentes envolvidos nos atos de concentração:

- Definição do Mercado Relevante;
- Análise do nível de concentração horizontal;
- Avaliação do uso de poder de mercado adquirido por meio de maior concentração na operação;
- Avaliação do poder de compra existente no mercado ou criado pela operação;

A análise feita pelo CADE para avaliar operações de atos de concentração horizontal que envolvam a integração econômica entre empresas concorrentes ou potenciais concorrentes entre si tem os seguintes objetivos:

- Dotar de maior transparência a análise empreendida pelo CADE;
- Orientar os membros do CADE a empregar as melhores práticas de análise econômica de atos de concentração que produzam concentração horizontal;

- Auxiliar os agentes de mercado a compreender as etapas, técnicas e critérios adotados nas análises realizadas pelo CADE (CADE, 2016).

De acordo com Guerra (2016) o cálculo do valor de uma empresa é um processo complexo que combina análise estratégica com modernas teorias financeiras. É uma ferramenta essencial para decisões estratégicas que agreguem valor à empresa e para processos de fusão, incorporação, venda ou procura de sócio.

Nesse sentido, conforme consta no Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal (CADE, 2016), o CADE atua em análises de situações diversas, tais como:

- Avaliação para transações de fusões, aquisições e alienações de controle;
- Compra e venda de empresas;
- Suporte a negociações de empresas;
- Disputas, reorganizações societárias ou reconhecimento de valor das cotas dos acionistas ou sócios;
- Elaboração de Laudos de Avaliação para órgãos reguladores e disputas jurídicas;
- Avaliações de intangível/goodwill: marcas, patentes, clientes, tecnologia, direitos autorais, etc.
- Economia tributária na amortização de Ágio/Deságio (Emissão de Laudo Técnico).

3 METODOLOGIA

3.1 Classificação da pesquisa

De acordo com Sargiani (2015) o termo pesquisa científica significa usar técnicas rigorosas para entender melhor uma situação, um problema, descrever características e conhecer melhor como as coisas funcionam. Ainda segundo o autor, é através da pesquisa científica que conseguimos avançar na tecnologia, ter melhores tratamentos para doenças, criar métodos mais eficazes de ensino e muitas outras coisas.

Nesse sentido, para Duarte (2017), a pesquisa científica se concebe como algo complexo, uma vez que compreende um conjunto de atividades, tais como: investigar e compreender o tema, buscar informações em fontes distintas e confiáveis, comparar ideias de diferentes autores, selecionando-as sob uma postura crítica e elaboração do próprio texto, no qual deve estar fundamentado em um referencial teórico que sustente os posicionamentos assumidos pelo autor.

Para que a pesquisa receba o qualitativo de científica, é necessário que seja desenvolvida de maneira organizada e sistemática, seguindo um planejamento previamente estabelecido pelo pesquisador. Dessa forma, é possível fazer a classificação de pesquisa mediante o estabelecimento de critérios que permitam caracterizá-la.

3.1.1 Segundo a abordagem do problema

A pesquisa científica se distingue de outra modalidade qualquer de pesquisa pelo método, pelas técnicas, por estar voltada para a realidade empírica e pela forma de comunicar o conhecimento obtido. Nesse contexto, o método de trabalho utilizado no desenvolvimento desta pesquisa levou em consideração a relevância do tema para o cenário econômico atual, tomando como referência a grande importância que envolve o processo de cálculo e mensuração do valor de uma empresa para subsidiar suas políticas de desenvolvimento e expansão.

Para tanto, quanto a abordagem do problema, será realizada pesquisa qualitativa nos principais materiais disponíveis para consulta sobre o assunto, uma vez que a avaliação de empresas é caracterizada pela subjetividade, podendo

sofrer constantes alterações de acordo com as variáveis utilizadas no seu cálculo, havendo sempre incertezas quanto a sua precisão.

A pesquisa qualitativa não se preocupa com relação aos números, mas sim com relação ao aprofundamento e de como ela será compreendida pelas pessoas. Os pesquisadores que utilizam este método procuram explicar o porquê das coisas, explorando o que necessita ser feito sem identificar os valores que se reprimem a prova de dados, porque os dados analisados por este método não estão baseados em números (PORTAL EDUCAÇÃO, 2013).

3.1.2 Segundo as bases lógicas de investigação

Em relação às bases lógicas de investigação, será utilizado o método dialético, que permite identificar o processo, os conflitos existentes e as contradições envolvidas na análise de um problema de pesquisa. A utilização desse método se justifica pelo fato de que a avaliação de empresas envolve diferentes interesses existentes entre investidores e aqueles interessados em se desfazer de seus ativos, onde ambos buscam obter negociações que sejam mais vantajosas para si.

De acordo com Silva e Menezes (2005), esse método fundamenta-se na dialética proposta por Hegel, na qual as contradições se transcendem dando origem a novas contradições que passam a requerer solução. Trata-se de um método de interpretação dinâmica e totalizante da realidade que considera que os fatos não podem ser analisados fora de um contexto social, político, econômico, etc.

3.1.3 Segundo o objetivo geral

Quanto aos objetivos, este trabalho utilizará a pesquisa exploratória, que se caracteriza por sua flexibilidade ao considerar os mais variados pontos de vistas acerca do assunto em análise, que neste caso, refere-se ao estudo sobre os diversos métodos de avaliação de empresas e como eles podem auxiliar gestores e investidores na análise de fusões, aquisições e outros investimentos, bem como no acompanhamento do desempenho interno nas organizações.

Para Silva e Menezes (2005), a pesquisa exploratória visa proporcionar maior familiaridade com o problema com vistas a torná-lo explícito ou a construir hipóteses. Envolve levantamento bibliográfico, entrevistas com pessoas que tiveram experiências práticas com o problema pesquisado e análise de exemplos que estimulem a compreensão.

Para a coleta de dados será feito levantamento bibliográfico da literatura pertinente em livros, artigos científicos e consultas em websites, com o objetivo de verificar o que já foi estudado sobre conceitos de *Valuation* e sua importância em negociações entre empresas, através da caracterização de métodos de mensuração de valor de ativos e demonstração dos aspectos que envolvem a elaboração e interpretação dos procedimentos atualmente empregados nesses processos, buscando uma melhor compreensão e aprofundamento no conhecimento sobre o assunto, de modo a torna-lo mais claro e acessível.

3.1.4 Segundo propósito

Em relação ao propósito, será elaborada uma pesquisa diagnóstico, que utiliza um conjunto de técnicas e procedimentos de análise que visam o diagnóstico interno ou externo do ambiente organizacional, em todas as áreas.

Serão analisados os procedimentos utilizados para calcular preços atribuídos à empresas e ativos adquiridos ou em processos de negociações envolvendo fusões e aquisições e melhorias nos resultados internos através da integração e agregação de valor entre os diversos setores e departamentos que constituem uma organização empresarial.

3.1.5 Segundo procedimento técnico

Quanto aos procedimentos técnicos para a realização da pesquisa, considerando que o trabalho pretende analisar, de forma abrangente, os métodos e procedimentos conhecidos mais utilizados para a avaliação de empresas e como eles podem auxiliar gestores e investidores na análise de fusões, aquisições, investimentos e acompanhamento de desempenho interno de uma empresa, será adotada a metodologia do estudo de caso.

Segundo Sargiani (2015), o estudo de caso é uma caracterização abrangente para designar uma diversidade de pesquisas que coletam e registram dados de um caso particular ou de vários casos a fim de organizar um relatório ordenado e crítico de uma experiência, ou avaliá-la analiticamente, objetivando tomar decisões a seu respeito ou propor uma ação transformadora. Trata-se do estudo profundo de um ou poucos objetos, de maneira que permita o seu amplo e detalhado conhecimento

Para André (2016), o estudo de caso, enquanto método de investigação qualitativa, tem sua aplicação quando o pesquisador busca uma compreensão extensiva e com mais objetividade e validade conceitual, do que propriamente estatística, acerca de determinado tema em um contexto específico.

O método de estudo de caso é adequado a esse estudo, visto que nessa pesquisa busca-se analisar as estratégias de precificação e negociação de empresas em processos de fusão e aquisição e como a avaliação de ativos pode auxiliar na melhoria dos processos internos da organização, através da identificação de gargalos nos processos e proposição de melhorias com o objetivo de aumentar a produtividade nos diversos setores que a compõe. Fazem parte desse estudo, a análise da metodologia utilizada no cálculo dos valores dos ativos envolvidos em negociações, as dificuldades relacionadas a esse processo e a apresentação dos resultados dessa análise tentando identificar as vantagens e desvantagens envolvidas no processo e impactos positivos e negativos causados na organização.

3.2 Caracterização da empresa

A Companhia Energética de Minas Gerais – Cemig, com sede em Belo Horizonte, Minas Gerais, fundada em 22 de maio de 1952, é um dos mais sólidos e importantes grupos do segmento de energia elétrica do Brasil, participando em mais de 200 empresas, além de consórcios e fundos de participação. Companhia de capital aberto controlada pelo Governo do Estado de Minas Gerais, possui 127 mil acionistas em 44 países. Suas ações são negociadas nas Bolsas de Valores de São Paulo, Nova York e Madri.

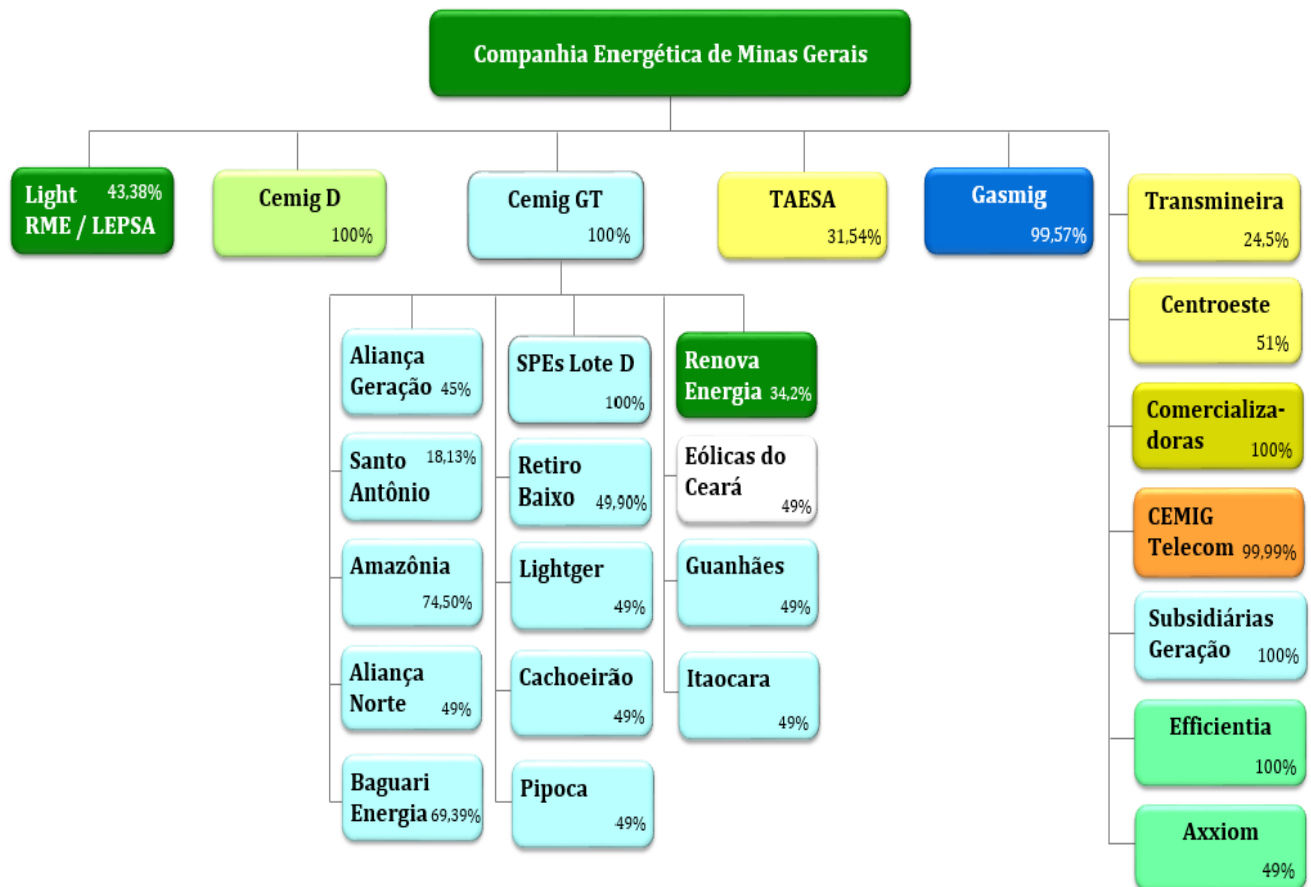
A empresa é uma referência na economia global, reconhecida por sua atuação sustentável. Há 17 anos consecutivos, faz parte do *Dow Jones*

Sustainability World Index (Índice Dow Jones de Sustentabilidade). É reconhecida também pela sua dimensão e competência técnica, sendo considerada a maior empresa integrada do setor de energia elétrica do Brasil. Em Minas Gerais, responde por 96% da área de concessão, com 12 milhões de consumidores, em 805 municípios. É, ainda, a maior fornecedora de energia para clientes livres do País, com 25% do mercado, e um dos maiores grupos geradores, responsável pela operação de 120 usinas (sendo, 86 hidrelétricas, 01 termoelétrica, 01 fotovoltaica e 32 eólicas), com capacidade instalada de 8.5 Gigawatts.

A atuação da Cemig estende-se a 22 estados brasileiros, além do Distrito Federal. Tornou-se controladora da Light, ampliando participação na distribuidora que atende o Rio de Janeiro e outras cidades fluminenses. Destaca-se também a aquisição de 49% da participação societária em três parques eólicos da Energimp S.A. localizados no Ceará, com potência total de 100 MW, além da aquisição da participação acionária em conjunto com um fundo de investimentos de 65,85% na Transmissora Aliança de Energia Elétrica S.A. – Taesa (antiga Terna Participações), se tornando o maior grupo de transmissão de energia elétrica no Brasil, totalizando 9.748 km em linhas de transmissão.

Sua missão é “Atuar no setor de energia com rentabilidade, qualidade e responsabilidade social” e sua visão é “Consolidar-se, nesta década, como o maior grupo do setor elétrico nacional em valor de mercado, com presença em gás, líder mundial em sustentabilidade, admirado pelo cliente e reconhecido pela solidez e performance”. Como valores, destacam-se a integridade, ética, responsabilidade social, dentre outros.

A seguir, é apresentado o organograma da empresa:



Fonte: CEMIG, Intranet (2017)

3.2.1 Instrumentos de coletas de dados

Por meio da coleta de dados é que se desenvolve o conhecimento científico, e para que a ciência possa ser verificada e comprovada, os instrumentos de coletas de dados devem ser rigorosamente selecionados.

De acordo com Barbosa (2008), há cinco técnicas utilizadas com mais frequência para a coleta de dados e informações na pesquisa qualitativa. São elas:

- **Questionário:** também chamado de survey (pesquisa ampla), é uma das técnicas mais utilizadas devido a seu custo razoável e elevada confiabilidade. Podem ser desenvolvidos para medir atitudes, opiniões, comportamento, circunstâncias da vida do cidadão e outras questões;
- **Entrevista:** é um método flexível de obtenção de informações qualitativas sobre um projeto. Requer um bom planejamento prévio e habilidade do entrevistador para seguir um roteiro de questionário, com possibilidades de introduzir variações

que se fizerem necessárias durante sua aplicação. Pode ter um custo elevado dependendo da quantidade de entrevistados.

- **Observação direta:** baseia-se na atuação de observadores treinados para obter determinados tipos de informações sobre resultados, processos, impactos, etc. Trata-se de um procedimento com custo elevado e difícil de ser conduzido de forma confiável devido a sua complexidade.

- **Análise documental ou Registros institucionais:** uma das primeiras fontes de informação a serem consideradas, a existência de registros nas próprias organizações, sob a forma de documentos, fichas, relatórios ou arquivos digitais reduz o tempo e custos da pesquisa.

- **Grupos focais:** trata-se de um grupo de discussão informal de tamanho reduzido, com o propósito de obter informação qualitativa em profundidade. Normalmente os participantes possuem alguma característica em comum e são incentivados a conversar entre si, trocando suas experiências, relatando suas necessidades, observações, preferências, etc.

Para este trabalho, o instrumento de coleta de dados a ser utilizado é a pesquisa documental através da análise de documentos referentes à processos de fusões e aquisições disponíveis para pesquisa e informações disponibilizadas pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE, ou fornecidas à sociedade pelas empresas envolvidas. Uma das vantagens de se utilizar esse tipo de coleta de dados é que ele permite a análise de vários autores sobre os conceitos, provendo uma identificação do fenômeno que estudados e de suas tendências.

A pesquisa documental consiste num intenso e amplo exame de diversos materiais que ainda não sofreram nenhum trabalho de análise, ou que podem ser reexaminados, buscando-se outras interpretações ou informações complementares.

Para Barbosa (1999), dependendo do desenvolvimento da cultura organizacional, da estrutura e funcionamento dos sistemas de informação existentes na instituição, pode haver alguma dificuldade com a utilização da análise documental uma vez que nem todos os dados podem estar completos, os dados disponíveis podem estar excessivamente agregados, dificultando seu uso, haver mudanças de padrões com o tempo que inviabilizam a comparação entre dados obtidos em épocas diferentes e a existência de dados que somente são disponíveis para uso confidencial.

Além da pesquisa documental, poderá ainda ser realizadas entrevistas com pessoas que participaram diretamente da avaliação de empresas ou tiveram participações efetivas em negociações, uma vez que as entrevistas são adequadas a todas as situações de pesquisa e permitem obter informações em profundidade, através da coleta de indícios sobre a percepção de cada um dos indivíduos.

3.2.2 Estratégia de análise de dados

Para que as indagações que envolvem uma pesquisa sejam respondidas de uma maneira significativa, os dados precisam ser analisados de forma ordenada e coerente, de modo que possam ser identificadas suas relações e seus padrões.

Segundo Teixeira (2003), as pesquisas de natureza qualitativa geralmente geram um enorme volume de dados que precisam ser organizados e separados em categorias, tendências, padrões, etc. Esse processo é complexo e implica em um trabalho de redução, interpretação e organização dos dados, que deve ser iniciada na fase exploratória, acompanhando todo o ciclo de investigação.

Para esse estudo, serão utilizadas como estratégia de análise de dados e informações coletadas, o método de análise de conteúdo, através da comparação do valor da empresa considerando sua estratégia de crescimento ao longo dos últimos anos através de aquisições de ativos e participação em outras empresas, bem como as implicações advindas desse processo.

4 CRONOGRAMA

A presente pesquisa será elaborada em etapas, no decorrer do 5 (cinco) meses de trabalho, conforme descrito a seguir:

- **Etapa 1:** revisão bibliográfica do projeto
- **Etapa 2:** pesquisa bibliográfica buscando a coleta de dados que serão utilizadas para análise e tratamento das informações.
- **Etapa 3:** análise e tratamento das informações.
- **Etapa 4:** apresentação do trabalho final.

Cronograma de pesquisa – 1º Semestre 2018					
Etapas	Fevereiro	Março	Abril	Maiο	Junho
Etapa 1	x				
Etapa 2		x	x		
Etapa 3				X	
Etapa 4					x

BIBLIOGRAFIA

ALVES, Leandro de Carvalho; REZENDE, Claudio Francisco; RIBEIRO, Karem Cristina de Sousa. **Comparativo de métodos de Valuation**: análise do caso Hering S/A. XXXIII Encontro nacional de engenharia de produção, Salvador, 08 a 11 out. 2013. Disponível em:

<https://www.researchgate.net/profile/Leandro_Alves3/publication/266080716_COMPARATIVO_DE_METODOS_DE_VALUATION_ANALISE_DO_CASO/links/5424c2c70cf238c6ea73b7c3/COMPARATIVO-DE-METODOS-DE-VALUATION-ANALISE-DO-CASO.pdf>. Acesso em 03 set. 2017.

ANDRÉ, Mali. **Estudo de Caso como metodologia de pesquisa aplicada**. Revista Gestão Universitária, 29 maio 2016. Disponível em:

<<http://gestaouniversitaria.com.br/artigos/estudo-de-caso-como-metodologia-de-pesquisa-aplicada>>. Acesso em 15 nov. 2017.

ARECO, Yuri. **Valuation: como calcular e obter sucesso com o valor da minha empresa?**. BLB Brasil – Auditores e Consultores. Disponível em:

<<http://www.blbbrasil.com.br/artigos/valuation-como-calcular-e-obter-sucesso-com-o-valor-da-sua-empresa>>. Acesso em 14 out. 2017.

BARBOSA, Eduardo Fernandes. **Instrumentos de coleta de dados em pesquisa**. SEE-MG/CEFET-MG, Curso de Especialização em Metodologias, 1999. Disponível em: <http://www2.unifap.br/midias/files/2012/03/coleta_dados.pdf>. Acesso em 15 nov. 2017.

BARBOSA, Eduardo F. **Instrumentos de coleta de dados em pesquisas educacionais**. Ser Professor Universitário, 05 dez. 2008. Disponível em:

<http://www.inf.ufsc.br/~vera.carmo/Ensino_2013_2/Instrumento_Coleta_Dados_Pesquisas_Educacionais.pdf>. Acesso em 16 nov. 2017.

DE BARROS, Betânia Tanure. **Fusões e aquisições no Brasil: entendendo as razões dos sucessos e fracassos**. Editora Atlas, 2003.

BISPO, Jorge de Souza; CALIJURI, Monica Sionara Schpallir; JUNQUEIRA, Emanuel R. **Avaliação de empresas pelo modelo Ohlson e Juettner-Nauroth**. Congresso USP FIPECAFI, 2008. Disponível em:

<<http://www.congressosp.fipecafi.org/anais/artigos82008/377.pdf>>. Acesso em 15 nov. 2017.

BREALEY, Richard A., et al. **Fundamentos da administração financeira**. 2002.

CADE. GUIA – **Análise de Atos de Concentração Horizontal**. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. Disponível em:

<http://www.cade.gov.br/aceso-a-informacao/publicacoes-institucionais/guias_do_Cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf>. Acesso em 02 set. 2017

CEMIG - Companhia Energética de Minas Gerais. **CEMIG: NOSSA ENERGIA, SUA FORÇA**. Disponível em: <http://www.cemig.com.br/pt-br/a_cemig/Paginas/default.aspx>. Acesso em 14 nov. 2017.

CEMIG - Companhia Energética de Minas Gerais. **Organograma geral da empresa**. Intranet da CEMIG, 2017.

CONSULTORE. **Transações Corporativas Avaliação de empresas – Valuation Fusões e aquisições – (M&A)**. Consultore Assessoria Jurídica e Empresarial. Disponível em: <<http://www.consultore.com.br/transacoes-corporativas-avaliacao-de-empresas-valuation-fusoes-e-aquisicoes-m-a>>. Acesso em 02 set. 2017.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas - Valuation**. Tradução Maria Cláudia S.R. Ratto; revisão técnica McKinsey & Company. São Paulo: MAKRON Books, 2000.

COPELAND, Thomas E., Tim Koller, and Jack Murrin. **Avaliação de empresas-valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. Pearson Makron Books, 2006.

DUARTE, Vânia Maria do Nascimento. **PESQUISA CIENTÍFICA**. Portal MONOGRAFIAS Brasil Escola. Disponível em: <<http://monografias.brasilecola.uol.com.br/regras-abnt/pesquisa-cientifica.htm>>. Acesso em 15 nov. 2017

ESCOBAR, Gustavo. **Você sabe o que é Due Diligence?** Rede Gestão, Coluna Gestão de Negócios - Edição 512, 27 jul. 2008. Disponível em: <<http://www1.redegestao.com.br/cms/opencms/desafio21/artigos/gestao/organizandoo/0019.html>>. Acesso em: 15 nov. 2017.

FARINAZZO, Eduardo Silva; et al.. **A aplicação do referencial teórico nos processos recentes de fusões e aquisições**. Revista jovens pesquisadores, ano V, v. 9, jul./dez. 2008. Disponível em: <http://www.mackenzie.com.br/fileadmin/Graduacao/CCSA/Publicacoes/Jovens_Pesquisadores/JP0009.pdf#page=6>. Acesso em 03 set. 2017.

GUERRA, Pedro Eugenio Van Tol Amaral. **Valuation – Métodos de Avaliação de Empresas e Aplicabilidade em processos de fusão e aquisição empresarial**. Monografia (Bacharelado em Ciências Econômicas), Departamento de economia e relações internacionais, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2016. Disponível em: <<https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/174335/Monografia%20do%20Pedro%20Guerra.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acesso em 02 set. 2017.

INVESTOR. **3 Maneiras de calcular o valor da sua empresa (valuation)**. Investor, 10 maio 2016. Disponível em: <<http://www.investorcp.com/3-maneiras-de-calculer-o-valor-da-sua-empresa-valuation/4119/>>. Acesso em 02 set. 2017.

IZABEL, Virginia. **Como avaliar as startups?** Fundação Dom Cabral – Blog. Rio de Janeiro, 11 ago. 2017. Disponível em: <<http://www.fdc.org.br/blogespacodialogo/Lists/Postagens/Post.aspx?ID=621>>. Acesso em 20 nov. 2017.

KPMG. **Fusões e Aquisições 2016 - 1º Trimestre**. Disponível em: <<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/05/fusoes-aquisicoes-1trim-2016.pdf>>. Acesso em 07 set. 2017.

LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de. **A relação do acompanhamento dos analistas com características de valuation das empresas brasileiras**. Tese (Livre-docência), Departamento de Contabilidade e Atuária, da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/livredocencia/12/tde-14112014-151023/en.php>>. Acesso em 08 set. 2017.

LIMA, Jaziel. **Conheça os métodos para a avaliação de uma empresa e a importância do valor para o empresário**. VALORE BRASIL, 03 jul. 2014. Disponível em: <<http://www.valorebrasil.com.br/2014/07/03/conheca-os-metodos-para-a-avaliacao-de-uma-empresa-e-a-importancia-do-valor-para-o-empresario-2/>>. Acesso em 08 set. 2017.

LIMA, Marineide Gomes Barbosa de. **Utilização de valuation na análise de projetos de inovação tecnológica: uma abordagem sobre alternativas de financiamento**. Dissertação (Mestrado), Pós-graduação em Engenharia de Produção, Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2011. Disponível em: <http://repositorio.ufpe.br/bitstream/handle/123456789/5390/arquivo510_1.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Acesso em 08 set. 2017.

MARQUES, Vagner Antônio; CUNHA, Jacqueline Veneroso Alves da; MÁRIO, Poeri do Carmo. **Modelos de Valuation utilizados pelos Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE)**. Pensar Contábil, Rio de Janeiro, v. 13, n. 50, p. 33 - 41, jan./abr. 2011. Disponível em: <<http://www.atenas.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/pensarcontabil/article/viewFile/904/864>>. Acesso em 08 set. 2017.

MARQUES, Vagner Antônio; SOUZA, Antônio Artur de. **A Influência dos modelos de Valuation no processo decisório dos fundos de Venture Capital/Private Equity**. Revista de Finanças Aplicadas. Publicado em 07 maio 2012, pp.1-17. Disponível em: <<http://www.financasaplicadas.net/index.php/financasaplicadas/article/view/51/58>>. Acesso em 08 set. 2017.

MARTINS, Eliseu. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. Cad. estud., nº 24, São Paulo, jul./dez. 2000. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1413-92512000000200002&script=sci_arttext&tIng=pt>. Acesso em 07 set. 2017.

MENDONÇA, Rodrigo. **O poder do "Valuation" na busca por investimento e sua utilidade na gestão do negócio.** InHands, Rio de Janeiro, 16 ag. 2016. Disponível em: <<https://inhands.jusbrasil.com.br/artigos/374390922/o-poder-do-valuation-na-busca-por-investimento-e-sua-utilidade-na-gestao-do-negocio>>. Acesso em 03 set. 2017.

MENEZES, Estera Muszkat; SILVA, Edna Lúcia da. **Metodologia da Pesquisa e Elaboração de Dissertação.** 4ª edição revisada e atualizada. Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2005. Disponível em: <<http://www.portaldeconhecimentos.org.br/index.php/por/content/view/full/10232>>. Acesso em 20 nov. 2017.

MIELCZARSKI, José Airton de Souza. **Aplicação do modelo de fluxo de caixa para definição do valor de mercado da empresa Linck Agroindustrial Ltda.** Dissertação Pós-graduação em Economia, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2003. Disponível em: <<https://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/3228/000383994.pdf?sequence=1>>. Acesso em 13 out. 2017.

MIELLE, Raphael. **Valuation para Startups – 9 Métodos explicados.** M&A of Startups at KICK Ventures. 09 dez 2016. Disponível em: <<https://medium.com/@raphaelmielletrintinalia/valuation-para-startups-9-met%C3%B3dos-explicados-2349207df552>>. Acesso em 03 set. 2017.

NARDI, Roberto Youcisuke Soejima. **Criação de valor em fusões e aquisições: a influência do sentimento de mercado.** Dissertação (Mestre em Ciências), Pós-graduação em administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-14122012-173144/en.php>>. Acesso em 02 set. 2017

NEIS, Fábio Matiello; et al. **Avaliação de empresa: um estudo comparativo entre o modelo de capitalização dos lucros e o modelo dos múltiplos de fluxo de caixa.** IX Congresso Internacional de Custos – Florianópolis, SC, Brasil – 28 a 30 nov. 2005. Disponível em: <<https://anaiscbc.emnuvens.com.br/anais/article/viewFile/2067/2067>>. Acesso em: 20 nov. 2017.

POLI, Marco. **Como calcular o valuation de uma startup.** StartSe, 20 abr. 2016. Disponível em: <<https://conteudo.startse.com.br/investidores/marco-poli/como-calcular-o-valuation-de-uma-startup/>>. Acesso em: 20 nov. 2017.

PORTAL EDUCAÇÃO. **Metodologia Científica: Tipos de pesquisa.** Portal Educação, 30 ago. 2013. Disponível em: <<https://www.portaleducacao.com.br/conteudo/artigos/pedagogia/metodologia-cientifica-tipos-de-esquisa/50264>>. Acesso em 15 nov. 2017.

QUINTELA, Amilton. **O Problema de pesquisa.** Como Fazer TCC, 26 out. 2016. Disponível em: <<http://www.comomontartcc.com.br/como-fazer-tcc/o-problema-de-pesquisa-nao-precisa-ser-um-problema>>. Acesso em 12 out. 2017.

SARGIANI, Renan. **O que é pesquisa científica?** Portal Psicologia Explica, 23 abr. 2015. Disponível em: <<http://www.psicologiaexplica.com.br/o-que-e-pesquisa-cientifica/>>. Acesso em 14 nov. 2017.

SILVA, Maicon José Assis da. **Fusões e aquisições como caminhos para a competitividade.** VII Congresso nacional de excelência em gestão, 12 e 13 ag. 2011. Disponível em: <http://www.inovarse.org/sites/default/files/T11_0340_2167_11.pdf>. Acesso em 03 set. 2017.

SOBRINHO, Luiz Humberto S.. **Valuation como ferramenta de gestão.** L2 Capital Partners. Disponível em: <http://l2capital.com.br/noticias/artigos/2015_Luiz_Humberto_S_Sobrinho_-_Valuation.pdf>. Acesso em 02 set. 2017.

STATISTA. *Value of merger and acquisition deals worldwide from 2007 to 2015.* Disponível em: <<https://www.statista.com/statistics/293308/value-of-global-merger-and-acquisition-deals/>> Acesso em 02 de set. de 2017.

TEIXEIRA, Enise Barth. A análise de dados na pesquisa científica: importância e desafios em estudos organizacionais. **Revista Desenvolvimento em Questão.** v.1, n.2/2003. Disponível em: <<https://www.revistas.unijui.edu.br/index.php/desenvolvimentoemquestao/article/view/84>>. Acesso em 15 nov. 2017.

WERNECK, Marcio Alessandro; NOSSA, Valcemiro; LOPES, Alexsandro Broedel; TEIXEIRA, Aridélmo J. C.. **Estratégia de investimentos baseada em informações contábeis: modelo residual income valuation – Ohlson versus R-Score – Piotroski.** ASAA - *Advances in Scientific and Applied Accounting*, v.3, n.2, p.141-164, 2010. Disponível em: <<http://asaa.anpcont.org.br/index.php/asaa/article/view/9/15>>. Acesso em 07 set. 2017.