

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO –  
FECAP  
MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**ADRIANA CAETANO**

**ANÁLISE DE DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS: UMA  
ESTRUTURA DE AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO DAS  
COMPANHIAS BRASILEIRAS PELOS *PRIVATE EQUITY* A  
PARTIR DAS INFORMAÇÕES DIVULGADAS**

**São Paulo**

**2015**

**ADRIANA CAETANO**

**ANÁLISE DE DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS: UMA  
ESTRUTURA DE AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO DAS  
COMPANHIAS BRASILEIRAS PELOS *PRIVATE EQUITY* A  
PARTIR DAS INFORMAÇÕES DIVULGADAS**

Dissertação apresentada à Fundação Escola  
de Comércio Álvares Penteado - FECAP,  
como requisito para a obtenção do título de  
Mestre em Ciências Contábeis.

**Orientador: Prof. Dr. Marcos S. Peters**

**São Paulo**

**2015**

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

Reitor: Prof. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Graduação: Prof. Dr. Ronaldo Frois de Carvalho

Pró-reitor de Pós-graduação: Prof. Edison Simoni da Silva

Diretor da Pós-Graduação Lato Sensu: Prof. Alexandre Garcia

Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Cláudio Parisi

Coordenador do Mestrado Profissional em Administração: Prof. Dr. Heber Pessoa da Silveira

**FICHA CATALOGRÁFICA**

C128a	<p>Caetano, Adriana</p> <p>Análise de demonstrações contábeis: uma estrutura de avaliação de desempenho das companhias brasileiras pelos private equity a partir das informações divulgadas / Adriana Caetano. - - São Paulo, 2015.</p> <p>166 f.</p> <p>Orientador: Prof. Dr. Marcos S. Peters.</p> <p>Dissertação (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado em Ciências Contábeis.</p> <p>1.Valuation. 2. Avaliação de Desempenho. 3. Private Equity. 4. Informações divulgadas.</p> <p><b>CDD 657.3</b></p>
-------	---

**ADRIANA CAETANO**

**ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS: UMA ESTRUTURA DE  
AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO DAS COMPANHIAS BRASILEIRAS PELOS  
*PRIVATE EQUITY* A PARTIR DAS INFORMAÇÕES DIVULGADAS**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

**COMISSÃO JULGADORA**

---

**Professor Dr. Fernando de Almeida Santos (membro externo)**  
**Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC SP**

---

**Professor Dr. Anisio Candido Pereira (membro interno)**  
**Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP**

---

**Professor Dr. Marcos Reinaldo Severino Peters**  
**Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP**  
**Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora**

**São Paulo, 19 de agosto de 2015.**

## DEDICATÓRIA

A Deus por me dar saúde, força, serenidade, capacidade e sabedoria.

A Nossa Senhora Aparecida, Nossa Senhora de Fátima e Nossa Senhora do Carmo minhas protetoras.

A minha mãe Lourdes que sempre acredita em mim e está sempre presente. Nunca vou esquecer a imagem dela sentada assistindo a minha defesa.

A meu pai Luiz por me ensinar que estudar é o melhor meio para crescermos na vida.

Ao meu irmão Alexandre que sempre me incentivou e foi o meu primeiro aluno nesta vida.

As minhas amigas Elaine e Silvia, que me ouviram e me acompanharam neste processo.

Ao meu marido amado, Rogério, pelo amor, carinho, apoio, por ter tido paciência, por entender minhas ausências, os meus momentos de aflição, por ter compartilhado os esforços e as recompensas deste projeto.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço muito ao meu orientador Dr. Marcos Reinaldo Severino Peters por ser meu interlocutor neste processo, pelos conhecimentos a mim transmitidos e pela atenção e dedicação a mim dispensadas. Sua postura profissional, paciência e praticidade foram essenciais para que esta pesquisa se tornasse possível.

Agradeço aos professores Dr. Anisio Candido Pereira e o Dr. Fernando de Almeida Santos pelos ensinamentos transmitidos e pelas valiosas contribuições.

Expresso minha gratidão aos demais professores do Mestrado em Contabilidade da Fundação Álvares Penteado – FECAP, especialmente aqueles que tive oportunidade de ser aluna, Aldy Fernandes da Silva, Betty Lilian Chan, Elionor Farah Jreige Weffort, Ivam Ricardo Peleias, Mauro Fernando Galo e Vilma Geni Slomski. Agradeço também os demais professores e todos os funcionários da FECAP pelo bom trabalho desenvolvido.

Sou grata a todos os meus colegas de curso pelos conhecimentos e experiências compartilhados e pelo convívio, especialmente a Elaine Aparecida do Nascimento por ser minha parceira de estudos e ter se tornado uma amiga.

Agradeço estar viva para poder realizar este sonho.

Obrigada a todos envolvidos neste meu projeto de vida!

## RESUMO

O objetivo deste estudo foi desenvolver uma estrutura de avaliação de desempenho de companhias brasileiras, a partir da bibliografia, corroborada com as informações divulgadas em suas demonstrações financeiras, a fim de auxiliar os investidores de *private equity* em estimar o valor de uma entidade. Para se atingir o objetivo proposto, realizou-se uma pesquisa bibliográfica, com a finalidade de identificar os elementos relevantes na avaliação de uma empresa no que se refere às informações contábeis e financeiras e, a partir daí, desenvolveu-se a referida estrutura. Efetuou-se uma pesquisa baseada na técnica de análise documental, que buscou identificar no conteúdo apresentado nas demonstrações contábeis das empresas selecionadas os elementos contemplados na estrutura de avaliação de desempenho desenvolvida. A pesquisa tem caráter descritivo e usou abordagem quantitativa e qualitativa, para avaliar o conteúdo das demonstrações financeiras das quatro empresas registradas no BOVESPA MAIS, dos segmentos de Energia Renovável e Tecnologia da Informação. O objetivo proposto neste estudo foi alcançado, visto que se desenvolveu uma estrutura de avaliação de desempenho a partir da bibliografia e os itens contemplados nessa estrutura apresentaram um alto índice de presença nas demonstrações financeiras das empresas analisadas, corroborando a possibilidade da utilização de tal estrutura no processo de estimação do valor de uma empresa.

**Palavras-chave:** *Valuation*. Avaliação de desempenho. Informações divulgadas. *Private equity*.

## **ABSTRACT**

The objective of this study was to develop a performance analysis structure of the Brazilian companies, based on the literature, corroborated by the information disclosed in their financial statements in order to support the private equity investors estimate the value of an entity. To meet the proposed goal it was made a bibliographic research, aiming to identify the relevant elements to value a company concerning accounting and financial information. In this sense, it was developed the referred structure. It was conducted a research based on the document analysis technique, attempting to identify in the content of the financial statements of the selected companies the terms presented in the developed performance analysis structure. The research was descriptive and it was applied the qualitative and quantitative approach, to analyze the content of the four companies registered in the BOVESPA MAIS, part of the Clean Energy and Information Technology segments. The proposed goal of this study was reached, as the performance analysis structure was developed based on the literature and, the items of the structure had a high level index of presence in the financial statements of the companies analyzed, indicating that is possible to apply such structure in the process of estimating the value of a company.

**Key-words:** Valuation. Performance analysis. Disclosure. Private Equity.

## LISTA DE FIGURAS

<b>FIGURA 1 - Esquema de um veículo de investimento.....</b>	<b>28</b>
<b>FIGURA 2 - Modelo integrado de projeções financeiras.....</b>	<b>63</b>
<b>FIGURA 3 - Hierarquia das qualidades contábeis.....</b>	<b>109</b>

## LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 - Principais similaridades e diferenças entre estrutura dos fundos de <i>private equity</i> no Brasil e no Estados Unidos da América.....	32
QUADRO 2 - Medidas de avaliação de desempenho.....	42
QUADRO 3 - Abordagens para avaliação de ativos.....	43
QUADRO 4 - Modelos de avaliação de empresas.....	44
QUADRO 5 - Modelos de avaliação de empresas.....	46
QUADRO 6 - Tipos de fluxo de caixa de uma empresa.....	48
QUADRO 7 - Processo para obtenção do valor presente ajustado.....	49
QUADRO 8 - Maneiras de se classificar os modelos de fluxo de caixa descontado.....	54
QUADRO 9 - Modelos de fluxo de caixa descontado.....	55
QUADRO 10 - Estrutura de fluxo de caixa descontado base para valorização de empresas.....	56
QUADRO 11 - Passos essenciais para avaliação pelo método de fluxo de caixa descontado.....	60
QUADRO 12 - Cálculo do fluxo de caixa livre.....	61
QUADRO 13 - Classificação dos modelos de projeção.....	62
QUADRO 14 - Direcionadores de valor.....	65
QUADRO 15 - Elementos relevantes para análise histórica da performance de uma empresa.....	67
QUADRO 16 - Elementos divulgados nas demonstrações financeiras relevantes para previsão dos fluxos de caixa.....	71
QUADRO 17 - Componentes da estrutura de capital que estão fora do patrimônio líquido.....	76
QUADRO 18 - Elementos divulgados nas demonstrações financeiras relevantes para análise do custo de capital.....	78
QUADRO 19 - Itens que podem estar impactados pela discricionariedade da administração.....	80
QUADRO 20 - Técnicas de administração de lucro e seus impactos.....	86
QUADRO 21 - Detalhes sobre as ferramentas de análise das demonstrações contábeis e dos relatórios financeiros de uma empresa.....	89

<b>QUADRO 22 - Como incorporar os investimentos em participações societárias no cálculo do valor de uma empresa.....</b>	<b>92</b>
<b>QUADRO 23 - Tipos de investimentos em participações e suas metodologias de cálculo.....</b>	<b>93</b>
<b>QUADRO 24 - Intangíveis geradores de caixa para toda empresa.....</b>	<b>97</b>
<b>QUADRO 25 - Etapas da avaliação relativa.....</b>	<b>99</b>
<b>QUADRO 26 - Grupos e seus principais interesses nas informações contábeis e financeiras.....</b>	<b>106</b>
<b>QUADRO 27 - Características qualitativas da informação contábil-financeira útil.....</b>	<b>111</b>
<b>QUADRO 28 - Características de um contrato de arrendamento mercantil.....</b>	<b>113</b>
<b>QUADRO 29 - Fatores frequentemente associados com o nível de qualidade da divulgação das companhias.....</b>	<b>119</b>
<b>QUADRO 30 - Possíveis soluções para que os relatórios contábeis financeiros se tornem mais úteis aos investidores.....</b>	<b>124</b>
<b>QUADRO 31 - Dificuldade a serem encontradas na implementação de possíveis soluções para que os relatórios contábeis financeiros se tornem mais úteis aos investidores.....</b>	<b>125</b>
<b>QUADRO 32 - Estrutura de avaliação de desempenho de companhias brasileiras pelos investidores de <i>private equity</i> baseada nas informações divulgadas nas demonstrações contábeis.....</b>	<b>127</b>
<b>QUADRO 33 - Companhias do segmento BOVESPA MAIS.....</b>	<b>147</b>
<b>QUADRO 34 - Companhias listadas no BOVESPA MAIS que atuam nas áreas de energia renováveis, agronegócio, energia, tecnologia da informação e infraestrutura.....</b>	<b>148</b>
<b>QUADRO 35 - Operacionalização da pesquisa.....</b>	<b>149</b>

## LISTA DE TABELAS

<b>TABELA 1 - Itens apresentados na estrutura de avaliação de desempenho de companhias brasileiras pelos investidores de <i>private equity</i> não aplicável a nenhuma das empresas da amostra.....</b>	<b>150</b>
<b>TABELA 2 - Itens apresentados na estrutura de avaliação de desempenho de companhias brasileiras pelos investidores de <i>private equity</i> não divulgados em nenhuma das demonstrações financeiras das empresas da amostra.....</b>	<b>151</b>
<b>TABELA 3 - Itens apresentados na estrutura de avaliação de desempenho de companhias brasileiras pelos investidores de <i>private equity</i> divulgado na demonstração financeira das empresa da amostra.....</b>	<b>152</b>
<b>TABELA 4- Observação percentual quanto a presença dos itens apresentados na estrutura de avaliação de desempenho de companhias brasileiras pelos investidores de <i>private equity</i> nas demonstrações financeiras das empresas da amostra.....</b>	<b>155</b>

## LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - Evolução da indústria de <i>private equity</i> no Brasil.....	36
GRÁFICO 2 - Origem do capital comprometido.....	37
GRÁFICO 3 - Foco de interesse dos gestores por setores específicos.....	147

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABVCAP	Associação Brasileira de <i>Private Equity</i> e <i>Venture Capital</i>
AICPA	<i>American Institute of Certified Public Accounts</i>
APM	<i>Arbitrage Pricing Model</i>
AVP	<i>Adjusted Present Value</i>
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CAPEX	Gastos de Capital
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DCF	<i>Discounted Cash Flow</i>
DRE	Demonstração do Resultado do Exercício
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
EV	<i>Economic Value</i> , Múltiplo de valor das operações
EVA	<i>Economic Value Added</i>
FASB	<i>Financial Accounting Standards Board</i>
FCCP	Fluxo de Caixa do Capital Próprio
FCD	Fluxo de Caixa Descontado
FCFE	<i>Cash Flow From Equity</i> , Fluxo de Caixa do Acionista
FCFF	<i>Free Cash Flow From the Firm</i>
FCOD	Fluxo de Caixa Operacional Disponível
FIP	Fundo de Investimento em Participações
GVB	<i>Value Based Management</i>
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
JCP	Juros Sobre Capital Próprio
MVA	Valor de Mercado Agregado
NOA	<i>Non Operating Assets</i>
NOPAT	<i>Net Operating Profit After Tax</i>
OA	<i>Operating Assets</i>
OL	<i>Operating Liabilities</i>

OPA	Oferta Pública de Ações
ROA	<i>Return Over Assets</i>
ROE	<i>Return Over Equity</i>
ROI	<i>Return Over Investments</i>
ROIC	<i>Return of Invested Capital</i>
TC	<i>Total Capital</i>
USGAAP	<i>United States Generally Accepted Accounting Principles</i>
VPA	Valor Presente Ajustado
WAAC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>16</b>
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO .....	17
1.2 SITUAÇÃO PROBLEMA.....	23
1.3 OBJETIVO .....	24
1.4 QUESTÃO DE PESQUISA.....	24
1.5 JUSTIFICATIVA .....	25
1.6 ESTRUTURA DO TRABALHO.....	26
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>28</b>
2.1 INDÚSTRIA DE PRIVATE EQUITY .....	28
2.2 MODELOS DE AVALIAÇÃO DE ATIVOS DE EMPRESAS .....	39
2.3 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO.....	52
2.3.1 AVALIAÇÃO PELO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO <b>ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.2</b>	
2.3.1.1 FLUXO DE CAIXA LIVRE DA EMPRESA.....	60
2.3.1.2 COMO PREVER FLUXOS DE CAIXA .....	61
2.3.1.3 TAXA DE DESCONTO .....	72
2.4 QUESTÕES RELEVANTES NA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS RELACIONADAS AS INFORMAÇÕES DIVULGADAS NAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS.....	79
2.4.1 FATORES QUE INFLUENCIAM NA QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL.....	79
2.4.2 ASSUNTOS QUE PODEM RESULTAR EM AJUSTES NAS INFORMAÇÕES CONTÁBEIS DIVULGADAS E/OU MUDANÇAS NOS MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS .....	90
2.4.2.1 CAIXA .....	90
2.4.2.2 INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS .....	91
2.4.2.3 OPÇÕES DE COMPRAS DE AÇÕES E COMPENSAÇÕES A FUNCIONÁRIOS .	94
2.4.2.4 INTANGÍVEIS.....	95
2.4.2.5 DÍVIDA CONVERSÍVEIS .....	99
2.4.2.6 PASSIVO COM PLANO DE PENSÃO E OUTROS PASSIVOS PÓS EMPREGO	100
2.4.2.7 DIFICULDADES FINANCEIRAS.....	100
2.5 DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES CONTÁBEIS .....	103
2.5.1 OBJETIVO DA CONTABILIDADE.....	103

2.5.2 CONTABILIDADE COMO UM SISTEMA DE INFORMAÇÃO.....	105
2.5.3 AS CARACTERÍSTICAS QUALITATIVAS DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL-FINANCEIRA ÚTIL.....	109
2.5.3.1 RELEVÂNCIA.....	112
2.5.3.2 REPRESENTAÇÃO FIDEDIGNA.....	112
2.5.3.3 COMPARABILIDADE .....	114
2.5.3.4 VERIFICABILIDADE.....	115
2.5.3.5 TEMPESTIVIDADE.....	115
2.5.3.6 COMPREENSIBILIDADE .....	116
2.5.4 EVIDENCIAÇÃO CONTÁBIL E DIVULGAÇÃO DA INFORMAÇÃO FINANCEIRA .....	116
2.5 ESTRUTURA DE AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO BASEADA NAS INFORMAÇÕES DIVULGADAS NAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS DE COMPANHIAS BRASILEIRAS PARA INVESTIDORES DE PRIVATE EQUITY .....	126
<b>3 METODOLOGIA DA PESQUISA.....</b>	<b>86</b>
<b>4 DISCUSSÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS .....</b>	<b>150</b>
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>156</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>ERRO! INDICADOR NÃO DEFINIDO.58</b>
<b>GLOSSÁRIO .....</b>	<b>163</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O objetivo deste estudo é desenvolver uma estrutura de avaliação de desempenho, a partir das informações divulgadas nas demonstrações financeiras de companhias brasileiras para um grupo específico de investidores, os *private equity*.

As demonstrações financeiras são preparadas para atender aos usuários externos, que têm necessidades diversas e devem fornecer informações úteis na tomada de decisões, não tendo o propósito de atender a finalidades e necessidades específicas de um grupo de usuários.

Cabe, então, aos usuários, ter condições de identificar nas demonstrações financeiras as informações relevantes à sua tomada de decisão. Contudo, por serem preparadas para os usuários de uma forma geral, apresentam um grande volume de informações, de forma, muitas vezes, dispersa, não tendo, em alguns momentos, utilidade para um grupo específico. Assim, podem, por vezes, dificultar a identificação da informação relevante para a análise de desempenho de uma empresa, e o embasamento para a tomada de decisões.

Os *private equity* são Fundo de Investimento em Participações – FIP com recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, que participam do processo decisório dessas, com efetiva influência na administração.

Esses analisam as demonstrações financeiras de forma objetiva, prática, dando muito mais atenção a quadros e principalmente, às informações quantitativas, por exemplo, o EBTIDA. Todavia, com certa frequência, têm sido surpreendidos por situações derivadas de assuntos mais específicos, nem sempre mensurados e reconhecidos nas informações contábeis, mais sim, divulgados. Isso pode afetar as informações quantitativas de seus investimentos, principalmente no que se refere à rentabilidade e geração de caixa.

Em razão disso, neste estudo, buscou-se identificar como os investidores de *private equity* avaliam as companhias, quais os componentes mais relevantes de tal avaliação, quais informações contábeis estariam relacionadas a esses componentes e se essas estão reconhecidas, evidenciadas e divulgadas nas demonstrações financeiras de forma adequada.

A partir disso, considerando a metodologia de análise dos investidores de *private equity*, que enfatiza a objetividade e a praticidade, criou-se uma estrutura de avaliação de desempenho, partindo das informações divulgadas nas demonstrações financeiras. Tal estrutura pode ser útil, tanto para analisar empresas, onde esses fundos já possuem investimento, quanto possíveis *targets*.

## 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

Segundo Glautier, Underdown e Morris (2011), a contabilidade sempre teve como objetivo principal registrar e manter informações financeiras. Atualmente, sua ênfase tem sido um maior compartilhamento das informações com terceiros e a sociedade, objetivando ao bem estar social.

Ademais, tem sido um instrumento de comunicação entre as companhias e a sociedade. Nos dias atuais, com a facilidade de acesso à informação e uma tendência mundial de convergência das práticas contábeis, cada vez mais, a contabilidade tem se tornado um instrumento relevante na tomada de decisão, visto que tem refletido a essência econômico-financeira das transações em tempo oportuno.

Apesar de, atualmente, estar mais focada na prestação pública de contas, como essa foi criada para fins administrativos internos, ainda está muito voltada aos objetivos relacionados à administração da companhia e aos proprietários, mesmo com os esforços dos órgãos reguladores e do mercado de capitais em torná-la útil para ao público geral.

Lima (2010) entende que a ciência contábil tem passado por um processo de formalização e padronização, a fim de se adequar às necessidades gerais dos usuários externos. Esse processo de formalização e de padronização tem sido liderado pelos órgãos reguladores, principalmente pelo IASB e pelo FASB.

Nesse sentido, o FASB (FASB 2010, p. 11), o IASB (2010, p. 7) e o CPC (2011, p. 8) relatam que:

O objetivo do relatório contábil-financeiro de propósito geral é fornecer informações contábil-financeiras acerca da entidade que reporta essa informação (*reporting entity*) que sejam úteis a investidores existentes e em potencial, a credores por empréstimos e a outros credores, quando da tomada decisão ligada ao fornecimento de recursos para a entidade. Essas decisões envolvem comprar, vender ou manter participações em instrumentos patrimoniais e em instrumentos de dívida, e a oferecer ou disponibilizar empréstimos ou outras formas de crédito. (tradução nossa)

A utilidade da informação na tomada de decisões está relacionada com a necessidade dos usuários, os quais determinam o funcionamento do sistema de informação contábil. Desse modo, é fundamental que as companhias não se concentrem somente nas suas necessidades administrativa, mas que também observem os anseios de proprietários, investidores, credores, governo, funcionários, comunidade etc.

Os relatórios contábeis devem ter o potencial de influenciar as decisões e ações, caso contrário, não se justifica o custo de sua produção. Por isso, tradicionalmente, esses têm sido

preparados para proprietários e investidores, que são os que mais demonstram ser sensíveis ao poder de influência das informações contábeis nelas fornecidas.

Ressalta-se, porém, que, apesar de a contabilidade objetivar ao apoio na tomada de decisões dos usuários em geral, está mais sujeita a ser influenciada pelos interesses dos administradores, proprietários e investidores.

Esses interesses, muitas vezes, são divergentes. Por um lado, administradores querem ser reconhecidos, ter melhores compensações; por outro, proprietários e investidores querem ter maior rentabilidade. Isso pode levar aqueles a preparar demonstrações financeiras para atingir os interesses desses, e com isso, alcançar seus próprios interesses. Desse modo, é relevante observar a qualidade das informações financeiras divulgadas.

Com o intuito de garantir um mínimo de qualidade dos relatórios contábil-financeiros, os principais órgãos reguladores criaram um *framework*, determinando o que as demonstrações financeiras devem contemplar e quais são as suas características qualitativas. A ausência das informações mínimas requeridas e das qualidades essenciais e de melhoria das informações contábeis pode comprometer a análise das demonstrações financeiras de uma empresa, principalmente no que concerne à qualidade dos resultados apresentados.

As características qualitativas das demonstrações contábeis são relevância, representação fidedigna, comparabilidade, verificabilidade, tempestividade e compreensibilidade. Sobre isso, Lima (2010, p. 48) afirma que “é imprescindível que se procure na divulgação de informações qualitativas, considerar a importância e a capacidade de adicionar conteúdo relevante as informações publicadas ao usuário”.

Ocorre que, algumas vezes, as companhias apresentam muitas informações, sem analisar se são relevantes e para quem, fazendo com que os relatórios financeiros sejam volumosos, confusos e apresentem diversas informações dispersas, repetitivas, desinteressantes, deixando de ter uma das características necessárias, a compreensibilidade.

Segundo o CPC (2011), o IAS (2010) e o FASB (2010), representação fidedigna é a representação da realidade das transações, e para isso, a informação precisa ser neutra e livre de erro, em que neutra é uma informação não tendenciosa.

Como relatam Glautier, Underdown e Morris (2011), se uma informação foi preparada e escolhida para influenciar o julgamento e a tomada de decisão do usuário, ela não é neutra. Seria então possível o preparador da informação contábil não influenciá-la, considerando seus conhecimentos, sua cultura e seus interesses? Para essa pergunta ainda não há uma resposta absoluta, logo, a análise criteriosa das informações divulgadas torna-se ainda mais relevante,

podendo ajudar a identificar um erro, uma tendência e, assim, auxiliar de modo mais eficiente no processo de tomada de decisão.

Entende-se ainda que a falta de tempestividade, a ausência de verificabilidade e das características fundamentais nas divulgações faz com que as informações deixem de ser compreensíveis e comparáveis. Isso resulta em uma perda significativa na avaliação feita principalmente por credores e investidores, prejudicando, assim, os principais usuários dos relatórios financeiros.

O reconhecimento e a mensuração das transações na contabilidade podem influenciar a tomada de decisão dos usuários; porém, a análise das informações evidenciadas e divulgadas também é muito importante nesse processo, principalmente no que tange à avaliação da qualidade das companhias.

Os conceitos de evidenciação e divulgação na esfera contábil estão extremamente relacionados, chegando a ser complementares. Observa-se que, em linhas gerais, quanto à divulgação, as companhias têm como foco o cumprimento dos requerimentos de divulgação solicitados nos pronunciamentos contábeis. Em muitos casos, os preparadores das demonstrações contábeis têm tratado as divulgações como um “*checklist*” a ser preenchido, sem se preocupar muito com sua real necessidade e qualidade.

Um dos principais objetivos das divulgações é apresentar esclarecimentos necessários aos usuários. Logo, uma divulgação adequada deve considerar os requerimentos legais, o público alvo, o sistema de governança da companhia, a transparência, a equidade, os riscos associados e os princípios éticos, visto que a divulgação deve ser útil; e para isso, precisa ter uma representação fidedigna da situação, ser relevante e neutra.

Quando isso não acontece, as divulgações se tornam um amontoado de informações, e nem todas são relevantes. Muitas vezes, são dispersas, difíceis de ser compreendidas, sendo pouco úteis na tomada de decisão, não conseguindo então alcançar seu objetivo principal, ou seja, esclarecer.

Atualmente, a qualidade das divulgações deriva do grau de custos e vantagens que a companhia pode ter com essas. Outro fator que tem influência relevante são as auditorias. As firmas de auditoria têm seus nomes associados à qualidade dos relatórios contábil-financeiros de seus clientes. Assim, dependendo da análise risco x retorno dos auditores, uma maior quantidade de divulgações é requerida, o que nem sempre resulta em qualidade.

Outros fatores que influenciam o nível das divulgações são:

- a) a rentabilidade: explica-se menos quando não se tem o lucro esperado;

b) o tamanho da empresa: empresas maiores tendem a ter mais ações negociadas, seguir uma boa prática de governança e, em razão disso, apresentar um nível melhor de divulgação;

c) alavancagem: existe uma tendência de que um melhor nível de divulgação reduz os custos de capital etc.

Kothari, Li e Short (2009) observam que um ambiente rico em divulgações e de baixa assimetria de informações resulta em uma eficiente alocação dos recursos na economia, um melhor desenvolvimento do mercado de capitais, uma maior liquidez de mercado, uma redução de custo de capital, uma diminuição da volatilidade dos retornos e um aumento da precisão das projeções dos analistas.

Destarte, com vistas a determinar o nível de divulgação, o preparador das demonstrações financeiras deveria se perguntar: Essa informação irá melhorar a maioria das decisões tomadas pelos usuários? Caso a resposta seja não, essa informação não é uma informação; é apenas um dado, que muitas vezes, não deveria ser divulgado.

Com o passar dos anos, identificou-se um aumento no volume de divulgações por parte das empresas. Contudo, ainda existem dúvidas e discussões sobre se isso trouxe também um aumento na qualidade.

Atualmente, o IASB tem um projeto chamado *Disclosure Initiative*, Iniciativa da Divulgação, que objetiva a explorar como as divulgações em IFRS poderiam ser melhoradas. Esse projeto tem diferentes frentes de implementação, sendo essas relacionadas a: a) alterações no IAS 1; b) reconciliação de passivos com atividades financeiras; c) materialidade; d) princípios de divulgação e e) revisão da divulgação requerida nos pronunciamentos. (IASB, 2014)

O IASB disponibilizou uma minuta para comentário público em relação às alterações no IAS 1. A maioria dos respondentes mencionou que a materialidade e o exercício do julgamento são aspectos relevantes no processo de melhoria das divulgações (IASB, 2014). Esses elementos têm sido pouco considerados pelos preparadores das demonstrações financeiras, uma vez que se focam nos requerimentos de divulgações apresentados nos pronunciamentos, fazendo daquilo um *checklist* a ser completado.

Como os demonstrativos contábeis, em sua maioria, trazem, essencialmente, registros de fatos passados, dão muita ênfase a uma só medida de lucro, com mensuração de performance e posição financeira largamente baseadas no custo histórico. Se a divulgação tivesse mais qualidade, inclusive com informações de futuro, isso auxiliaria aos usuários na tomada de suas próprias decisões, principalmente no que concerne ao valor da companhia.

Com isso, é necessário entender então a importância das divulgações para o mercado de capitais e os investidores, principalmente os *private equity*, que são o objeto deste estudo.

Segundo Costa, Costa e Alvim (2011), o mercado de capitais tem um excesso de liquidez; em 2005, havia, aproximadamente, US\$ 140 trilhões disponíveis no mercado, enquanto em 1980, essa cifra não passava de US\$ 10 trilhões. Essa liquidez, aliada ao crescimento da cultura jovem na educação financeira da poupança individual, contribuiu para o aumento dos fundos de investimentos.

Os *private equity*, conhecidos no Brasil como Fundos de Investimento em Participações, investem o dinheiro de terceiros em ações, debêntures, bônus de subscrição e outros títulos e valores mobiliários conversíveis em ações emitidos por companhias brasileiras de capital aberto ou fechado, devendo manter, pelo menos, 90% do seu patrimônio nesses ativos. No Brasil, são condomínios fechados administrados por gestores independentes, regulados e supervisionados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

De uma maneira geral, os *private equity* são veículos de investimento que aportam recursos em empresas, geralmente com grande potencial de crescimento. Em troca, recebem participação nessas companhias, passando, comumente, a ter influência significativa, atuando na administração e na gestão da entidade, a fim de alavancar o negócio.

A seleção da empresa onde os recursos desses fundos serão investidos está calcada na capacidade de geração de retorno do valor investido. Com vistas a identificar o retorno esperado, os *private equity* fazem uma análise da empresa, que contempla: a análise do negócio, o mercado em que essa empresa está inserida, o perfil dos gestores e da equipe, a avaliação da sua saúde financeira atual, a análise das perspectivas financeiras futuras e a realização de *due diligence*, para, a partir daí, determinar o seu valor, isto é, *valuation*.

Em relação à escolha da empresa por parte de um investidor de *private equity*, considerando o tema deste estudo, o foco se dará na avaliação financeira da companhia, tanto corrente quanto de perspectivas futuras e na determinação do valor justo da empresa, ou seja, *valuation*. O valor de uma empresa pode ser obtido por meio de diversas técnicas, sendo as mais comuns: valor presente dos fluxos de caixa, valor de múltiplos da empresa e valor dos ativos.

Marques e Souza (2012) demonstram que o modelo de fluxo de caixa descontado é o mais utilizado pelos gestores, sendo esse explorado com mais ênfase nesta pesquisa.

A evolução da indústria de *private equity* no Brasil tem sido marcante, principalmente entre os anos de 2011 e 2013. O capital de *private equity* investido em empresas brasileiras aumentou 31%, e o capital comprometido para tais investimentos, 58%.

Observa-se que, em 2012, o capital comprometido e o capital investido em empresas cresceram de forma similar. Em 2013, o capital investido cresceu mais do que o capital comprometido, 34% e 21%, o que indica um aumento do investimento dos fundos de *private equity*. Esse aumento derivou-se de um desaquecimento nas Ofertas Públicas de Ações - OPAS, do mau desempenho da BOVESPA e da queda nas negociações das ações das maiores empresas brasileiras nela registrada.

Constata-se que a disponibilidade de capital para a indústria de *private equity* só vem aumentando, crescendo em índices extremamente superiores aos índices de crescimento do País, demonstrando que ainda existe bastante capital a ser investido nesta indústria.

Ao analisar a origem do capital comprometido, identifica-se que essa disponibilidade de recursos é relativamente igualitária, considerando recursos nacionais e estrangeiros. Entretanto, em 2013, destacou-se pela retomada de investimentos estrangeiros, que passaram de 49% para 55% do total de capital comprometido.

O valor de R\$ 17.7 bilhões dos *private equity* foram investidos em 186 empresas, com um investimento médio de US\$ 95 milhões, sendo o setor de Óleo e Gás o que mais recebeu investimentos, 38% do total, seguido pelo de logística, com 12%, e energia, com 9%. (KPMG, 2014). Os desinvestimentos apresentaram redução em 2013 de 5%, com um dado positivo: o aumento da venda/alienação de 48% em razão de OPAS. Os dados da indústria demonstram que se trata de um segmento em crescimento, com disponibilidade de capital a ser investido e uma perspectiva de expansão.

Nesse sentido, Smolarski, Wilner e Yang (2011, p. 46) afirmam que: “Pesquisas de *private equity* estão florescendo, mas poucos artigos tem abordado como os fundos de *private equity* utiliza as informações financeiras”.

Vydrzel e Soukupova (2012) comentam que existem diversas pesquisas sobre valorização de empresas, mas que poucas tangenciam a avaliação na perspectiva de um investidor de *private equity* especificamente.

A ausência de estudos sobre o tema resulta da dificuldade de analisar os investimentos detidos por esse público ou ainda seus *targets*. Isso porque, na maioria das vezes, trata-se de empresas fechadas, que não têm ações negociadas no mercado. Desse modo, não disponibilizam ou divulgam suas informações contábil-financeiras.

Ao considerar: o crescimento e as boas perspectivas para a indústria de *private equity*, as suas necessidades em relação à avaliação e seleção dos investimentos e a atual tendência de ausência de compreensibilidade das divulgações apresentadas nas demonstrações financeiras, com este estudo, pretende-se contribuir com o processo de avaliação das empresas onde os

*private equity* investem ou pretendem investir, desenvolvendo uma estrutura de avaliação de desempenho a partir das informações divulgadas nas demonstrações financeiras de companhias.

## 1.2 SITUAÇÃO PROBLEMA

O objeto de uma pesquisa, geralmente, está calcado em uma situação-problema, uma questão que polariza ou afeta algum segmento da sociedade, podendo também estar relacionado a uma questão teórica que merece melhor definição, maior precisão. Assim, é um elemento de fundamental importância no processo de pesquisa (MARTINS; THEÓPHILO, 2009).

Nesse sentido, é necessário então esclarecer a situação problema e seus pressupostos, demonstrando o relacionamento entre possíveis variáveis de forma clara e precisa. Assim, neste tópico, apresentam-se as argumentações que trazem a inquietude, a dúvida da autora sobre o tema e o processo lógico adotado para a formulação do problema da pesquisa.

As demonstrações financeiras das companhias são elaboradas de acordo com as normas de relatórios financeiros aplicáveis, seguindo o CPC de Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. Esse define que o relatório contábil-financeiro deve ser de propósito geral, isto é, elaborado para os usuários externos em geral, tendo em vista suas finalidades e necessidades distintas.

Para tanto, as demonstrações financeiras contemplam diversas informações estruturadas para diversos propósitos, necessidades e usuários, dificultando a localização e análise das informações relativas ao desempenho das companhias úteis na tomada de decisão por parte de investidores e credores.

Atualmente, a qualidade das divulgações deriva do grau de custos e vantagens que a companhia pode ter com essas. Outro fator que tem influência relevante são as auditorias, já que essas têm seus nomes associados à qualidade dos relatórios contábil-financeiros de seus clientes. Ademais, dependendo da análise risco x retorno, uma maior quantidade de divulgações é requerida, o que nem sempre resulta em qualidade.

O quanto se divulga não é importante; o que importa é divulgar a informação da forma mais eficiente e com qualidade. Como já relatado, com o passar dos anos, identificou-se um aumento no volume de divulgações por parte das empresas, porém, ainda existem dúvidas e discussões sobre se isso trouxe, também, um aumento na qualidade.

O IASB iniciou em 2013 um projeto chamado *Disclosure Initiative*, Iniciativa da Divulgação, que objetiva a explorar como as divulgações em IFRS poderiam ser melhoradas. Isso é mais um indicativo de que os usuários têm tido dificuldades em obter as informações necessárias e relevantes, dificuldade essa que também é enfrentada pelos *private equity*, pois esses também são usuários dessas informações.

Por um lado, observa-se o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, um aumento e uma perspectiva crescente da indústria de *private equity*, que utiliza os relatórios contábil-financeiros na sua tomada de decisão em relação a investimentos. Por outro, identifica-se um aumento das informações evidenciadas e divulgadas nas demonstrações financeiras das empresas, que nem sempre resulta em aumento de qualidade, e uma iniciativa dos próprios reguladores em explorar como as divulgações em IFRS poderiam ser melhoradas.

Desta forma, em alguns casos, as demonstrações financeiras têm que ser decodificadas, transformando-se em signos identificáveis e inteligíveis. Dessa forma, é relevante o desenvolvimento de uma estrutura de avaliação de desempenho de companhias brasileiras, a partir das informações divulgadas, que supram as necessidades dos investidores de *private equity* no que tange à avaliação de empresas, que são ou serão seus principais investimentos.

### 1.3 OBJETIVO

O objetivo deste estudo foi desenvolver uma estrutura de avaliação de desempenho de companhias brasileiras a partir da bibliografia, corroborada com as informações divulgadas em suas demonstrações financeiras, a fim de auxiliar os investidores de *private equity* em estimar o valor de uma entidade, isto é, *valuation*.

### 1.4 QUESTÃO DE PESQUISA

As informações financeiras evidenciadas e divulgadas atualmente nas demonstrações financeiras das companhias são suficientes, úteis e apresentadas de forma inteligível, a ponto de possibilitar que os investidores de *private equity* efetuem uma análise do desempenho financeiro dessas para estimação de seu valor?

## 1.5 JUSTIFICATIVA

Laffin (2000) afirma que a justificativa de pesquisa em Ciências Contábeis deve apontar os motivos que levaram à escolha do assunto, apresentar a importância do tema e elementos que respondem o motivo da realização da pesquisa. Em razão disso, apresentam-se argumentos sistematizados que descrevem a importância do tema, objetivando-se a justificar a relevância desse estudo para a ciência contábil, o mercado financeiro, as empresas e a sociedade em geral.

O mercado de capitais no Brasil apresentou um crescimento desde a promulgação da lei 6.404/76 e, conseqüentemente, vem se tornando mais importante, não só internamente, mas também no cenário mundial.

Em 1970, eram apenas 200 companhias listadas na Bolsa de Valores Brasileiras. Todavia, ocorreu um aumento significativo de registros de companhias abertas com a promulgação da lei 6.404/76. Em 1980, as bolsas brasileiras passaram a ter 426 companhias listadas, chegando, em 1989, a 592 companhias registradas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo. (BOVESPA, 2014)

Esse aumento foi resultado de diversos fatores, como por exemplo, o próprio crescimento do País, uma maior regulação do mercado de capitais, com a criação da CVM, a emissão de diversas normas regulatórias por essa autarquia, a obrigatoriedade de auditoria independente, entre outros.

Entre 1989 e 2006, a quantidade de registros de companhias nas bolsas brasileiras apresentou-se irregular, com reduções relevantes e algumas altas. Contudo, a partir de 2007, identificou-se uma retomada do crescimento do mercado de capitais brasileiro. Ocorreram 76 registros de companhias abertas, com um volume negociado de aproximadamente R\$ 76 milhões.

Esse volume, em 2008, reduziu para R\$ 75 milhões; em 2009, para R\$ 47 milhões; em 2010 aumentou para R\$ 150 milhões, e a partir de 2011, tem apresentado estabilidade: em 2011, R\$ 19 milhões; em 2012, R\$ 14 milhões, e em 2013, R\$ 24 milhões.

Observa-se uma evolução no mercado de capitais brasileiro, com um crescimento no registro de OPAs. Muitas das companhias listadas na BOVESPA, desde de 1976, tornaram-se importantes para a sociedade brasileira, pois têm neste País seu principal mercado consumidor, gerando muitos empregos, além de ações sociais, ambientais, transações acionárias diárias, entre outros.

A partir de 2010, percebeu-se uma redução do volume negociado na BOVESPA: seu índice passou de 69.304 pontos, em dezembro de 2010, para 56.754, em dezembro de 2011 e mantém-se baixo até os dias atuais: 54.115 pontos em setembro de 2014, o que motivou as empresas a diversificar suas captações de recursos.

Destaca-se também que a queda da taxa básica de juros no período, associada à alta concentração em produtos de renda fixa e à falta de ativos, devido a uma redução de registro de ofertas na BOVESPA, criou também a necessidade de diversificação do portfólio dos investidores, principalmente os institucionais. Com isso, outra modalidade de investimento aumentou a participação no cenário do mercado de capitais brasileiro, os *private equity* e o *Venture Capital*.

Ao consultar o Gráfico 1: Evolução da indústria de *private equity* no Brasil, apresentado na página 36, nota-se que é marcante a evolução da indústria de *private equity* neste País. De 2011 para 2013, o capital investido em empresas aumentou 31%, e o capital comprometido, aplicado nos fundos e disponível para ser investido, 58%.

Os *private equity* investem o dinheiro de terceiros em ações, debêntures, bônus de subscrição e outros títulos e valores mobiliários conversíveis em ações, emitidos por companhias que demonstram grande potencial de crescimento, recebendo ações/quotas que lhes proporcionam ter influência significativa e, assim, atuar na administração e na gestão da entidade, a fim de alavancar o negócio e maximizar os retornos para seus investidores.

Ao considerar que o objetivo dessas entidades é investir em empresas para obter retornos acima da média do mercado, o processo de escolha da empresa investida é uma etapa fundamental para esses fundos alcançarem seus objetivos. Esse processo de escolha engloba diversas atividades, sendo uma das mais importantes a análise financeira da empresa e a estimativa de seu valor, isto é, *valuation*.

Para poder executar essa análise, os *private equity* precisam de diversas informações contábeis, econômicas e financeiras, que podem ou não estar contempladas nas demonstrações financeiras da companhia.

## 1.6 ESTRUTURA DO TRABALHO

Este trabalho está estruturado como segue:

- a) capítulo 1: traz a contextualização do tema, a situação-problema, o objetivo, a questão de pesquisa e a justificativa;

- b) capítulo 2: traz o referencial teórico, abordando, inicialmente, a indústria de *private equity*; os modelos de avaliação de empresas; aprofunda os conceitos quanto ao modelo de avaliação de empresas, que trata do fluxo de caixa descontado; apresenta as questões relevantes na avaliação de empresas, relacionadas às informações divulgadas nas demonstrações contábeis; a teoria relativa à divulgação das informações contábeis; e a estrutura de avaliação de desempenho, baseada nas informações divulgadas nas demonstrações contábeis de companhias brasileiras para investidores de *private equity*;
- c) capítulo 3: aborda a metodologia da pesquisa;
- d) capítulo 4: abrange as análises e os resultados encontrados na pesquisa.
- e) por fim apresenta-se as considerações finais e se sugere novas pesquisas a partir deste estudo.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 A INDÚSTRIA DE *PRIVATE EQUITY*

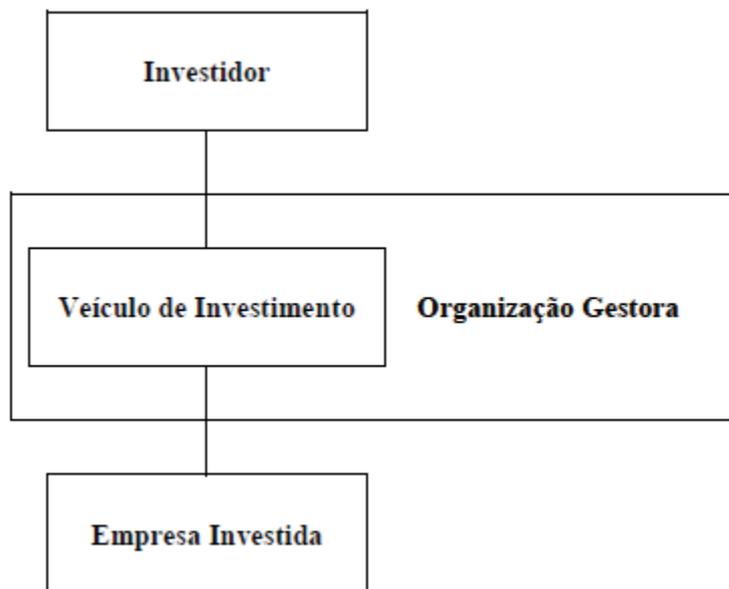
No Brasil, os *private equity* são fundos de investimento participações - FIP, condomínios fechados administrados por gestores independentes, regulados e supervisionados pela CVM, por meio da Instrução CVM no. 391 e suas respectivas alterações. É comum uma maior atuação governamental e de agências multilaterais regulando a indústria de *private equity* em países onde essa atuação é relativamente nova. (RIBEIRO, 2005)

Sobre isso, a CVM (2003, p. 1) relata que:

Art. 2º. O Fundo de Investimento em Participações (fundo), constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração.

Esses são constituídos na forma de comunhão de ativos pertencentes aos cotistas do fundo, sob a forma de condomínio, não tendo a propriedade direta sobre os ativos do fundo. Os investidores têm direito a toda a carteira de investimento, proporcionalmente ao número de cotas que detêm, conforme representado na Figura 1:

FIGURA 1 – ESQUEMA DE UM VEÍCULO DE INVESTIMENTO



Fonte: Ribeiro (2005, p. 27)

O regulamento do fundo de investimento em participações é o documento oficial de sua criação com a CVM. Tal documento enfatiza quando o fundo foi criado, características, detalhes sobre a subscrição: integralização de capital, política de investimento, política de amortização, quem serão os administradores e os gestores, quais serão os seus encargos, como será sua participação nas empresas investidas, prazo de duração, entre outros.

Ainda nesse contexto, a CVM (2003, p. 3-4) aponta que:

Art. 6º O regulamento do Fundo de Investimento em Participações deverá dispor sobre:

I – prazo máximo para a integralização das cotas constitutivas do patrimônio inicial mínimo estabelecido para funcionamento, a contar da respectiva data de registro na CVM;

II – qualificação da instituição administradora e, se for o caso, da gestora;

III – política de investimento a ser adotada pelo administrador, com a indicação dos ativos que poderão compor a carteira do fundo e explicação sobre eventuais riscos de concentração da carteira e iliquidez desses ativos;

IV – regras e prazo limite para chamadas de capital, observado o previsto no compromisso de investimento firmado pelo subscritor;

V – regras e critérios para a fixação de prazo para as aplicações mencionadas no art. 2º, a partir de cada integralização de capital e, sobre a restituição do capital ou prorrogação deste prazo, no caso de não concretização do investimento no prazo estabelecido;

VI – procedimento para eventual celebração de novo compromisso de investimento, e critérios detalhados sobre a avaliação das cotas adquiridas depois da subscrição inicial;

VII – taxa de ingresso e/ou de saída a ser paga pelo cotista, e critério para sua fixação;

VIII – metodologia para determinação do valor de contabilização dos ativos do fundo, inclusive quanto aos critérios de provisionamento e baixa de investimentos;

IX – remuneração do administrador ou critério para sua fixação, podendo incluir taxa de administração e de performance;

X – informações a serem disponibilizadas aos cotistas, sua periodicidade e forma de divulgação;

XI – despesas e encargos do fundo;

XII – possibilidades de amortização, com as respectivas condições, respeitado o disposto no Capítulo VI desta Instrução;

XIII – competência da assembleia geral de cotistas, critérios e requisitos para sua convocação e deliberação;

XIV – prazo de duração do fundo e condições para eventuais prorrogações;

XV – indicação de possíveis conflitos de interesses;

XVI – processo decisório para a realização, pelo fundo, de investimento e desinvestimento;

XVII - existência, composição e funcionamento de conselho consultivo, comitê de investimentos, comitê técnico ou de outro comitê, se houver;

XVIII – regras para a substituição do administrador;

XIX – tratamento a ser dado aos direitos oriundos dos ativos da carteira do fundo, incluídos mas não limitados aos rendimentos, dividendos e juros sobre capital próprio e forma de distribuição ou reinvestimento destes direitos;

XX – hipóteses de liquidação do fundo;

XXI – possibilidade de utilização de bens e direitos, inclusive valores mobiliários, na amortização de cotas, bem como na liquidação do fundo, com o estabelecimento de critérios detalhados e específicos para a adoção desses procedimentos;

XXII – data de encerramento do exercício social; e

XXIII – possibilidade de a assembleia geral de cotistas deliberar sobre a prestação de fiança, aval, aceite, ou qualquer outra forma de coobrigação, em nome do fundo.

Cabe destacar que o fundo deve manter, no mínimo, 90% de seu patrimônio investido em ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas. Contudo, não pode se desviar de seu foco, ou seja, o investimento em empresas, visto que quase todo seu capital deve ser destinado para investimento em participações. Os 10% restantes podem ser investidos em outros ativos, sendo vedadas operações com derivativos, exceto quando forem realizadas exclusivamente para fins de proteção patrimonial.

Os investimentos são feitos de acordo com uma política de investimentos, que deve estar apresentada no regulamento do fundo. Nesse sentido, a CVM (2003, p. 9) pontua que:

Art. 6o O regulamento do Fundo de Investimento em Participações deverá dispor sobre:

...

III – política de investimento a ser adotada pelo administrador, com a indicação dos ativos que poderão compor a carteira do fundo e explicação sobre eventuais riscos de concentração da carteira e iliquidez desses ativos;

...

Art. 6º-A O fundo deve manter, no mínimo, 90% (noventa por cento) de seu patrimônio investido nos ativos previstos no art. 2º.

Esse tipo de fundo não prevê resgate de cotas. O regulamento apresenta o critério para a amortização de cotas que é, em linhas gerais, o processo pelo qual o investidor obtém o retorno dos valores investidos. (CVM, 2003)

A administração desses fundos se dá por pessoa jurídica, autorizada pela CVM, para exercer a atividade de administração de carteira de valores mobiliários, por meio da indicação de um diretor ou sócio-gerente, responsável pela sua representação perante a CVM. As funções de administrador e de gestor são distintas, mas poderão ser exercidas pela mesma pessoa jurídica, e ambos respondem por eventuais prejuízos causados aos cotistas, quando procederem com culpa ou dolo, violação da lei, das normas editadas pela CVM e do regulamento. (CVM, 2003)

Os Administradores de FIP são responsáveis por criar o fundo, preparar o regulamento, por distribuir cotas, pelo serviço de tesouraria, pelas assembleias, por assegurar a política de investimento estabelecida no regulamento e por elaborar as demonstrações contábeis semestrais e anuais. Os gestores são responsáveis pela administração e gestão da carteira do fundo incluindo, mas não se limitam à aquisição e venda de ativos, preparação de estudos e análises de investimento, participação nos conselhos de administração das empresas investidas, entre outros. (CVM, 2003)

Os *private equity* são veículos muito utilizados em mercados de capitais desenvolvidos, principalmente no mercado de capitais americano, tendo uma estrutura muito similar em todo o mundo. No Brasil, têm algumas particularidades, como não possuir personalidade jurídica e serem regulados pela CVM.

Demonstra-se no Quadro 1, as principais similaridades e diferenças entre os *private equity* no Brasil e nos Estados Unidos, lembrando que essas influenciam, inclusive, nas políticas de investimentos e na avaliação das empresas que fazem parte do objeto deste estudo:

**QUADRO 1 – PRINCIPAIS SIMILARIDADES E DIFERENÇAS ENTRE ESTRUTURA DOS FUNDOS DE *PRIVATE EQUITY* NO BRASIL E NOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA**

<u>Similaridades</u>
Predominam organizações independentes que gerenciam recursos de investidores institucionais.
O capital é concentrado regionalmente e em poucas organizações gestoras.
Os investimentos tendem a ser feitos próximos as organizações gestoras.
Os setores de software e TI são os mais procurados.
A qualificação dos gestores é similar.
<u>Diferenças</u>
No Brasil
Há tendência de investimentos em empresas mais maduras, motivo: - baixo nível de empreendedorismo, - elevada informalidade.
Baixo grau de especialização dos gestores em setores específicos.
Concentração das organizações no centro financeiro do país
Baixo número de <i>Leverage Buy Out</i>
Nos Estados Unidos
A regulamentação conhece baixo grau de proteção dos investidores obrigando a utilização de arbitragem.

Fonte: Adaptado de Ribeiro (2005)

Segundo Ribeiro (2005), a atividade de *private equity* pode ser dividida em estrutura, ciclo de investimento e remuneração. A estrutura está relacionada à estrutura legal adotada, a remuneração refere-se ao retorno do investimento e pagamento dos gestores, entre outros, e o ciclo de investimento vai da originação até a saída do negócio, sendo composto pelas seguintes etapas:

- a) seleção do investimento: após receber os valores investidos, os gestores dos fundos iniciam uma pesquisa entre companhias abertas e fechadas, a fim de identificar as mais interessantes para o propósito estabelecido, isto é, maximizar os retornos;
- b) negociação: os gestores contatam os proprietários da empresa-alvo, para que seja possível identificar se essa tem interesse em vender parte de sua participação.

- c) estruturação do investimento: define-se o quanto será investido, de que forma; e como será a participação do fundo na empresa.
- d) realização dos aportes: pode se dar de uma única vez ou em etapas.
- e) monitoramento: se dá por meio da criação de um sistema de governança corporativa.
- f) adição de valor: está relacionada ao retorno do valor investido.

Os FIPs trazem, em seus regulamentos, disposições importantes quanto à governança corporativa dos fundos e das empresas investidas, que impacta a estrutura, o ciclo de investimento e a remuneração.

Quanto a estrutura define-se uma nova estrutura de governança, novas estratégias, políticas de investimentos claras, assim como de restrições de investimentos, regras de avaliação dos investimentos e das cotas, um conselho consultivo e um comitê de investimento. É importante também se determinar como os antigos proprietários irão atuar; como será o relacionamento entre *private equity* e antigos proprietários; e outros assuntos relevantes. Geralmente, essa estruturação ocorre por meio de instrumentos que dão maior liquidez futura ao gestor: opção de venda, direito de arraste (*drag along*), *tag along*, direito de liquidação em casos específicos, regras para pagamento de dividendos, direito de registro e outros.

O aporte dos recursos comprometidos geralmente ocorre em etapas. Há um aporte inicial de capital e o restante vai sendo integralizado, na medida em que metas estabelecidas são alcançadas e que empresas são selecionadas.

Quanto ao ciclo de investimento, o impacto se dá no processo decisório de investimento e desinvestimento. A participação do fundo no sistema de gestão e governança da empresa, atuando nas decisões estratégicas e nas finanças, objetiva a maximizar o retorno do investimento, tanto durante o ciclo de investimento, via dividendos, quanto no momento da saída, no caso de uma OPA, por exemplo.

Como aponta Calandro (2012), todo investimento é contingente, isto é, depende de eventos e consequências que direcionam o seu valor, podendo ser administrado de três diferentes formas: gestores podem agir passivamente, deixando o mercado precificar tal investimento, podem ser mais ativos, tomando decisões que impactam o preço ou podem administrar eles mesmos, de perto, tais investimentos, com vistas a aumentar significativamente seu valor. A terceira forma é aquela aplicada pelos investidores de *private equity* por meio de participação na governança da empresa investida.

De forma geral, os *private equity*, no Brasil, denominados FIP, são veículos de investimento que aportam recursos em empresas, geralmente as que têm grande potencial de crescimento, recebendo, em troca, participação nessas companhias, que, se prosperarem, irão maximizar os resultados dos fundos. Esses aportes são feitos em empresas com expectativa de crescimento, em processo de consolidação no mercado, para, geralmente, ajudá-las a se preparar para abrir capital, ser adquiridas ou fundir-se a empresas consolidadas e de grande porte.

Ademais, investem o dinheiro de terceiros, como de investidores nacionais, internacionais, investidores qualificados, dos fundos de pensão, de *family offices*, recursos próprios das empresas gestoras, de agências de fomento e desenvolvimento, entre outros, em várias empresas, formando uma carteira de investimento diversificada, objetivando ao melhor retorno possível, no médio ou longo prazo.

Observa-se que os *private equity*, na maioria dos casos, passam a ter influência significativa nas companhias, atuando na administração e gestão da entidade, visando a alavancar o negócio. Isso é feito por meio de injeção de capital, de bom relacionamento com terceiros, fornecedores, clientes e pela implementação de novos controles, assim como de uma estrutura de governança corporativa.

A norma não especifica o que é uma efetiva influência, ou influência significativa, apesar de essa contemplar diversos exemplos. Em linhas gerais, é a influência nas decisões relacionadas às políticas estratégicas e de gestão da companhia, que se dá por detenção de ações que integrem o bloco de controle, por meio de acordo de acionistas e outros.

Logo, o objetivo do FIP é adquirir ações, debêntures, bônus de subscrição e outros títulos e valores mobiliários conversíveis em ações emitidos por companhias brasileiras de capital aberto ou fechado, devendo manter, pelo menos, 90% do seu patrimônio nesses ativos.

Destaca-se que eles têm um ciclo de vida e uma política de investimento determinada em seu regulamento. Primeiramente, captam os recursos de terceiros. Em seguida, prospectam as empresas que podem ser alvo de investimento; é feita então uma análise dessas empresas e ocorrem diversas negociações, para, finalmente, acontecer o aporte de recursos.

Esses investimentos são acompanhados pelas gestoras que, ao verificar uma boa oportunidade de maximizar os lucros dos fundos, recomendam que esses vendam a sua participação. Dessa forma, ocorre o desinvestimento, a devolução do capital para os investidores e os respectivos lucros.

Conforme Smolarski, Wilner e Yang (2011), os administradores e gestores dos fundos gastam esforços consideráveis na fase de pré-investimento, a fim de evitar fazer investimentos que, no futuro, podem se transformar em perdas.

Ainda segundo os autores, para identificar o retorno esperado, os *private equity* fazem uma avaliação da empresa, que contempla:

- (a) a análise do negócio: capacidade de inovação, seu diferencial e liquidez para futura saída;
- (b) o mercado em que essa empresa está inserida: se tem chances de suportar o crescimento;
- (c) o perfil dos gestores e da equipe: se empreendedor, experiente, dedicado;
- (d) uma avaliação financeira: saúde financeira da empresa e perspectivas financeiras futuras;
- (e) *due diligence*: verificação minuciosa das informações legais, econômicas e financeiras;
- (f) *valuation*: avaliação da empresa, quanto ela vale, valor justo, retorno a ser obtido.

Após essa análise, as informações são passadas para o comitê de investimento do *private equity*, que avalia e aprova os investimentos e suas condições.

Calandro (2012) menciona que a valorização de um investimento feito por esse tipo de fundo depende de uma estratégia definida, uma administração efetiva e uma avaliação de risco eficiente.

Smolarski, Wilner e Yang (2011) enfatizam que habilidades de administração e conhecimentos específicos do negócio da empresa em que o fundo investiu são fatores de sucesso no aumento do preço a ser pago pelo mercado por tal ativo.

Marques e Souza (2012) demonstraram a influência dos modelos de *valuation* no processo decisório dos fundos de *ventures capital* e *private equity* no Brasil, por meio de estudos de casos, com aplicação de questionário e entrevista, e obtiveram os resultados:

- (a) preferência dos investidores por empresas em estágios mais avançados;
- (b) o modelo de fluxo de caixa descontado é o mais utilizado;
- (c) o modelo de fluxo de caixa de avaliação relativa foi mencionado como conhecido, mas pouco utilizado, pois as empresas-alvo das de *private equity* têm características próprias, dificultando a comparação;
- (d) conhecimento, mas não utilização, do modelo de Black-Scholes e do modelo binomial;
- (e) não foram mencionados modelos Heurísticos;

(f) os gestores utilizam modelos adaptados ou desenvolvidos internamente para se adequarem às suas necessidades.

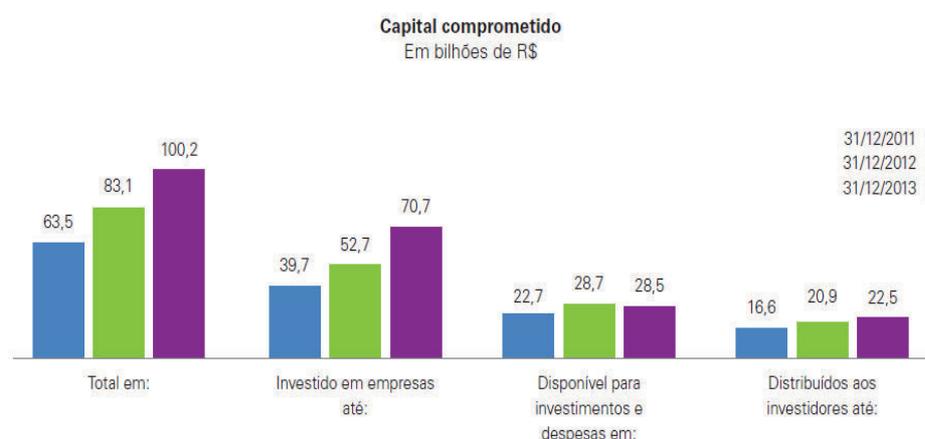
Smolarski, Wilner e Yang (2011) analisaram se havia diferenças no uso dos métodos de valorização de investimentos e das informações contábeis por *private equity* localizados na Europa e na Índia. Os autores encontraram que as diferenças nos métodos de valorização não são relevantes entre os países pesquisados e que o uso das informações contábeis e financeiras depende do tipo de fundo e do foco.

Segundo Ribeiro (2005), o ambiente econômico brasileiro é propício para a atuação dos *private equity*, pois existe uma dificuldade de acesso ao financiamento empresarial, principalmente para empresas de médio porte.

A evolução da indústria de *private equity* no Brasil foi marcante, especialmente entre os anos de 2011 e 2013. O capital de *private equity* investido em empresas brasileiras aumentou 31%, e o capital comprometido para tais investimentos, 58%.

Observa-se que, em 2012, o capital comprometido e o capital investido em empresas cresceram de forma similar. Em 2013, o capital investido cresceu mais do que o capital comprometido, 34% e 21%, indicando um aumento do investimento dos fundos de *private equity*. Esse aumento derivou-se de um desaquecimento de OPAS, do mau desempenho da BOVESPA e de queda nas negociações de ações das maiores empresas brasileiras nela registradas. No Gráfico 1 apresenta-se a evolução da indústria de *private equity* no País.

### GRÁFICO 1 - EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA DE *PRIVATE EQUITY* NO BRASIL

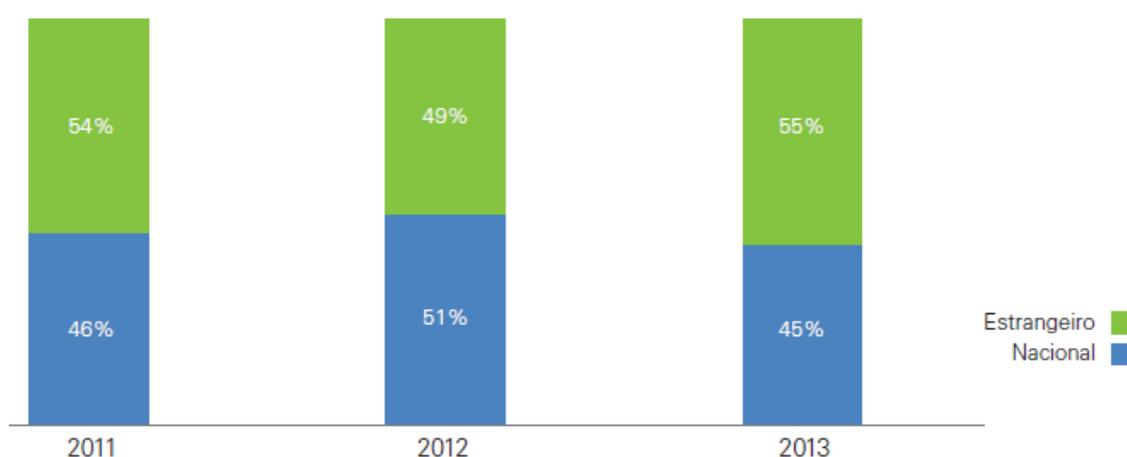


Fonte: KPMG (2014, p. 6)

Nota-se que a disponibilidade de capital para a indústria de *private equity* só vem aumentando, crescendo em índices extremamente superiores aos índices de crescimento do País, demonstrando que ainda existe bastante capital para ser investido nesta indústria.

Ao analisar o Gráfico 2, que trata da origem do capital comprometido, identifica-se que essa disponibilidade de recursos é relativamente igualitária, considerando recursos nacionais e estrangeiros. No entanto, 2013, destacou-se pela retomada de investimentos estrangeiros, que passaram de 49% para 55% do total de capital comprometido:

**GRÁFICO 2 – ORIGEM DO CAPITAL COMPROMETIDO**



Fonte: KPMG (2014, p. 8)

O valor de R\$ 17,7 bilhões dos *private equity* foram investidos em 186 empresas, com um investimento médio de US\$ 95 milhões, sendo o setor de Óleo e Gás o que mais recebeu investimentos, 38% do total, seguido pelo de logística, 12% e energia, 9%. (KPMG, 2014). Os desinvestimentos apresentaram redução em 2013 de 5%, com um dado positivo, que foi o aumento da venda/alienação de 48% em razão das OPAS.

Conforme Maia (2015), a indústria de *private equity* e venture capital investiu R\$ 20,5 bilhões de reais no País, 55% acima do valor investido em 2013, sendo os setores de tecnologia, varejo, transporte, aviação, logística, internet, marketing e publicidade os que mais receberam recursos. Comenta-se que, como esse tipo de investidor trabalha com cinco a dez anos para maturação do investimento, essa indústria cresce mesmo em época de crise.

O retorno médio desses veículos entre 2010 e 2012 foi, em média, de 17% ao ano, atingindo um ganho de 3,4 vezes o valor aplicado. Exemplos são o fundo Carlyle, que levou a operadora de turismo CVC à bolsa depois de três anos de investimento, e ganhou, com a

venda das ações, 3,5 vezes o valor aplicado, e o fundo GP Investimento, que vendeu sua participação na rede de ensino Estácio de Sá por um valor 2,7 vezes superior ao investido. A expectativa para o período de 2013 a 2015 é de um crescimento entre 15% e 20% dessa indústria, passando o comprometimento dos fundos, hoje, de 2,74% do PIB, para até 3,5%. (MAIA, 2015).

Aragão (2015) observa que alterações na Instrução CVM 476 podem revolucionar o mercado de ações e debêntures, pois a nova versão permite que companhias emitam ações por meio de um rito simplificado. Podem ser dispensadas do registro de oferta e da elaboração do prospecto, desde que vendam os papéis com esforços restritos e os destinem a 50 investidores qualificados.

Tal fato pode impulsionar ainda mais a indústria de *private equity*, já que esses são investidores qualificados, podendo ser potenciais investidores nessas ofertas, ao mesmo tempo em que possuem empresas que poderão ter algumas facilidades para fazer uma OPA no momento de desinvestimento.

Em 2014, houve apenas uma OPA e as perspectivas para 2015 não são diferentes. O mercado de crédito registrou seu menor crescimento em mais de uma década, 11,3%. A alta da taxa Selic torna o acesso aos recursos ainda mais restritos, e a do dólar aumentou a quantidade de capital comprometido dos fundos. Como não há perspectivas de crescimento da economia para 2015, existem ações com boa governança corporativa e com preços depreciados. Tudo isso se torna uma situação favorável para os *private equity* com capital para ser investido, que podem adquirir participações em empresas promissoras pagando menos. (MITCHEL, 2015)

De acordo com a ABVCAP (2015), houve um crescimento de 35,4% em 2014 em relação a 2013 do capital disponível nos fundos de *private equity* para investimento em economia real no Brasil, chegando a R\$ 36,8 bilhões. Nesse cenário, os investidores estrangeiros continuam a representar, assim como no ano anterior, 55% do capital comprometido.

O ano de 2014 foi de números menores de operações, porém com operações maiores; a indústria chegou a R\$ 120,4 bilhões em capital comprometido, um aumento de 27,9% em relação ao ano anterior. Quanto aos investimentos, tiveram uma queda de 18,5%, atingindo R\$ 13,6 bilhões, assim como os desinvestimentos, que recuaram 12,5%, ficando em R\$ 4,2 bilhões.

Os dados da indústria e os cenários legal e econômico demonstram que se trata de um segmento em crescimento, com disponibilidade de capital para ser investido, com perspectiva

de expansão. Logo, os *private equity* precisarão de informações financeiras e contábeis de qualidade durante o processo de avaliação de potenciais investimentos.

## 2.2 MODELOS DE AVALIAÇÃO DE ATIVOS E DE EMPRESAS

Damodaram (2007, prefácio) relata que:

Lord Keynes não estava sozinho na crença de que a busca do real valor com base em fundamentos financeiros é infrutífera nos mercados em que os preços geralmente parecem ter pouco a ver com o valor. Sempre houve investidores em mercados financeiros argumentando que os preços de mercado são determinados pelas percepções (e equívocos) de compradores e vendedores, e não por algo tão prosaico quanto os fluxos de caixa ou os lucros.

A percepção dos investidores é relevante, mas não é o suficiente para determinar o valor de uma empresa; é necessário estimar os fundamentos financeiros dos ativos, pois seu preço não desvia desse valor no longo prazo. Os mercados têm demonstrado a capacidade de se corrigir. Ao contrário do que muitos pensavam, o dia do acerto de contas chega. Um exemplo disso foi a crise das empresas de internet em 2001, a do mercado financeiro de 2008, a concordata de companhias, como EBX, MMX, OGX, e a desvalorização de companhias extremamente importantes no cenário econômico brasileiro, como Petrobrás S.A, Companhia Vale do Rio Doce (CVRD), Eletrobrás S.A, entre outras.

Nesse sentido, Cunha, Martins e Assaf Neto (2014, p. 152) apontam que:

São muitos os propósitos da avaliação de empresas, mas qualquer que seja ele, a busca do valor intrínseco da empresa é o alvo do avaliador, porém não se tem acesso a todas as informações disponíveis, tampouco um modelo de avaliação perfeito; deve-se analisar, por isso, se as avaliações com as informações disponíveis no momento e com o modelo existente proveem uma aproximação desse valor.

Conforme Costa, Costa e Alvim (2011) e corroborado por Cunha, Martins e Assaf Neto (2014), a avaliação de empresas é uma das tarefas mais delicadas em finanças, em razão da diversidade de modelos e dos fatores empregados nas modelagens. No Brasil, é ainda mais desafiadora, em decorrência de variáveis como a interferência governamental, no que tange a, por exemplo, taxa de juros, disponibilidade de crédito, competitividade etc.

Por melhor que seja o modelo empregado, não é possível determinar com certeza o valor justo da empresa, já que não se trata de uma ciência exata. A valoração de uma empresa depende da leitura das suas expectativas de futuro, sendo uma mistura de ciência e arte.

O princípio fundamental de um investimento sólido é não pagar por ele mais do que ele vale. Economistas afirmam que os preços são ditados pela lei de oferta e procura, que o valor

está nos olhos de quem vê: se uma pessoa não estiver disposta a pagar, e se a oferta for pequena, outras estarão, mas o importante é que o valor percebido deve ser sustentado pela realidade, pela capacidade de geração de caixa e não pela emoção, impulsividade ou pelo “*feeling*”.

Sobre isso, Costa, Costa e Alvim (2011, p. 6) asseveram que:

O processo de modelagem de projeções e avaliação não deve basear-se em simples intuições, mas sim em conhecimento do mercado (necessário para a projeção de preços e quantidades vendidas dos produtos) e no entendimento das principais premissas da empresa (custo de produção, despesas, prazos de recebimento, estocagem e pagamento, investimentos, financiamentos, etc.) e das premissas macroeconômicas (taxas de juros, nível de renda, inflação e câmbio). Enfim, esse processo deve basear-se no estabelecimento consistente de um conjunto de premissas que permita projetar as demonstrações financeiras da empresa (Fluxo de Caixa, Demonstração de Resultados e Balanço Patrimonial) e do custo de capital ao longo dos anos.

Nota-se que em alguns casos a valorização não é completamente neutra; isso ocorre também quando se avalia uma companhia, e opiniões são formadas antes da preparação de modelos, mas é importante que essa esteja livre de viés.

Existem diversas fontes de informações contábeis e financeiras que podem contemplar vieses, demonstrações financeiras, relatório anual, relatórios de sustentabilidade e pareceres dos conselhos administrativos e fiscais. Isso porque esses não incorporam somente números contábeis, mas incluem também divulgações, informações gerenciais sobre o desempenho, opiniões sobre governança corporativa, entre outros, por exemplo, resultado de manipulação de resultados, de necessidades de influenciar o mercado etc.

Damodaram (2007) menciona que as percepções sobre uma empresa podem manifestar-se no valor que se estima para essa, de três formas:

- 1-) nos *inputs* aplicados na avaliação: utilização de hipóteses otimistas ou pessimistas;
- 2-) no remendo pós-avaliação: revisão das hipóteses, na tentativa de chegar mais próximo do valor que se esperava inicialmente (*feeling*);
- 3-) nos fatores qualitativos: sinergias, questões estratégicas etc.

Percebe-se que não é possível a extinção do viés, pois as avaliações são feitas por seres humanos, contudo, é necessário mitigá-lo. Este estudo auxilia a minimizar o impacto desse viés, visto que, de posse da estrutura de avaliação de desempenho proposta, o investidor/analista será capaz de identificar a fonte de valores e informações apresentados e a habilidade de interpretá-los, além de avaliar os impactos em seu próprio modelo; assim, poderá exercer julgamento com maior propriedade.

Outro fator relevante na avaliação de uma empresa são as incertezas. Essas são inerentes ao processo, podendo ser específicas da companhia, do segmento de negócio ou de informações gerais do mercado, e considerá-las resulta na inclusão de estimativas no modelo. (DAMODARAM, 2007).

No entendimento de Costa, Costa e Alvim (2011), a determinação do valor de uma empresa não é importante somente para quem quer vender ou comprar participações em uma empresa, mas também no dia a dia da sua administração.

Cabe lembrar que o objetivo da administração de uma empresa é maximizar o seu valor para os proprietários. Desse modo, sua avaliação ajuda a estabelecer uma medida fundamental de desempenho. Ademais, faz com que todas as unidades de negócios e atividades estejam engajadas em um mesmo objetivo, isto é, maximizar o valor investido pelos proprietários e acionistas.

Ao considerar isso como premissa, tem-se a Administração Baseada em Valor - GVB - *Valeu Based Management*, que são as estratégias, normas, ações e atitudes tomadas pela administração, visando a um crescimento. Este estudo não objetiva a auxiliar os administradores na avaliação de desempenho e determinação do valor da empresa, mas pode ser uma ferramenta útil nas suas tomadas de decisões, e quanto aos principais interesses de proprietários e investidores.

Conforme apresentado no Quadro 2, existem diversas medidas de avaliação de desempenho utilizadas pelo mercado.

**QUADRO 2 – MEDIDAS DE AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO**

Medidas	Principais conceitos e premissas
Medidas de lucro residual	Tem como base o lucro líquido apresentado nas informações contábeis-financeiras de um Empresa.
Componentes do lucro residual	Partindo do lucro líquido faz-se ajustes considerando os elementos do lucro que não incluem os custos do capital como: <i>Earnings Before Interest and Taxes</i> (EBIT), <i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i> (EBITIDA), <i>Net Operating Profit After Tax</i> (NOPAT).
Medidas baseadas no mercado	Utiliza-se dados extraídos diretamente do mercado, como, valor de mercado das ações, valor de mercado das ações de companhias similares, do mesmo seguimento.
Medidas de fluxo de caixa	Estima-se do valor empregado no momento inicial do investimento, quanto se terá de retorno, por exemplo, fluxo de caixa sobre o retorno dos investimentos – <i>Return Over Investments</i> (ROI).
Medidas de lucros tradicionais	Identificar quanto do lucro gerado se refere ao valor investido, por exemplo, o retorno sobre os ativos – <i>Return Over Assets</i> (ROA).

Fonte: Adaptado de Cunha; Martins; Assaf Neto (2014)

A participação em uma empresa é um ativo, então, para alcançar o objetivo proposto, é necessário entender as abordagens para avaliação de um ativo. Segundo Damodaram (2007), existem três tipos: avaliação por fluxo de caixa descontado, avaliação relativa e avaliação por direitos contingentes, representados no Quadro 3.

**QUADRO 3 – ABORDAGENS PARA AVALIAÇÃO DE ATIVOS**

Abordagem para avaliação	Conceito	Principais premissas
Avaliação pelo fluxo de caixa descontado – <i>Discounted Cash Flow</i> (DCF)	O valor de um ativo é o valor presente dos fluxos de caixa previsto deste ativo, descontado a uma taxa que reflita o grau de risco desses fluxos de caixa.	Ativos com fluxo de caixa altos e previsíveis devem ter valores mais altos do que ativos com fluxo de caixa baixo e voláteis.
Avaliação relativa ou baseada em Múltiplos	O valor de um ativo deriva da precificação de ativos comparáveis, padronizados por uma variável comum, baseia-se na similaridade com que os ativos são precificados.	Encontra-se uma ou duas empresas quase idênticas a empresa objeto da avaliação e se estima o valor com base no valor de mercado destas empresas de forma individual ou se considerando a média do grupo. Utilizando-se regressões de múltiplos.
Avaliação por direitos contingentes - Opções	Uma opção ou direito contingente é um ativo que dá retorno somente sobre certas contingências. Por exemplo: Se o valor do ativo exceder a um valor pré estabelecido para uma opção de compra ou ficar abaixo dele para uma opção de venda.	Um ativo pode ser avaliado como uma opção de compra se o seu retorno for uma função do um valor de um investimento subjacente. Se este valor exceder o nível pre-estabelecido, o ativo valerá a diferença, se não, nada valerá.

Fonte: Adaptado de Damodaram (2007)

Os principais modelos de avaliação de empresa são mencionados no Quadro 4.

**QUADRO 4 - MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS**

Abordagem para avaliação	Conceito	Premissas
Avaliação Patrimonial	Fornecido pelo Balanço Patrimonial Contábil	O patrimônio Líquido é calculado com base nos princípios contábeis. Por se basear em dados passados não é considerado um modelo adequado.
Avaliação Patrimonial de Mercado	Determinado com base na reavaliação completa de bens e direitos do ativo deduzido do valor de mercado dos passivos	A reavaliação dos ativos não contempla futuras oportunidades de crescimento da companhia, não sendo um bom modelo.
Avaliação com Base no Lucro Economico	Obtêm-se por meio do cálculo dos Lucros Econômicos.	O Lucro Econômico é o Lucro Total Operacional menos o Custo Total de Oportunidade da Empresa (Custo de capital de terceiros mais o custo de capital de acionistas). Desconta-se a valor presente os fluxos de caixa futuros projetados para os Lucros Econômicos.
Avaliação Baseada no Fluxo de Caixa Descontado (FCD)	Fluxos de caixas futuros descontado a uma taxa que refletem os riscos do que está sendo negociado	Modelo mais usado. Três aspectos relevantes a serem observados: tempestividade, magnitude e risco.

CONTINUA

Abordagem para avaliação	Conceito	Premissas
Avaliação por Opções Reais ou Avaliação por Direitos Contingentes	Se analisa o valor como um contrato que dá a seu detentor um direito que somente paga fluxo de caixa sob determinadas contingências – incertezas.	Esse modelo é baseado na teoria da precificação de opções financeiras.
Avaliação Relativa ou Por Múltiplos	Estima o valor com base na precificação de ativos comparáveis relativamente a variáveis do tipo: Lucro líquido, fluxo de caixa operacional potencial (EBITIDA), vendas etc.	Deve-se procurar um grupo de empresas comparáveis, calcular o índice médio para este grupo e tomar essa média como base para calcular o valor da empresa. Não considera as especificidades da empresa.

Fonte: Adaptado de Costa; Costa; Alvim (2011)

## CONCLUSÃO

Palepu e Healy (2004, p. 3, tradução nossa) afirmam que “As demonstrações financeiras são a base para uma vasta diversidade de análises de negócios.

A determinação do valor de uma empresa é também uma análise de negócio. Dessa maneira, é relevante a análise das demonstrações financeiras. Segundo Palepu e Healy (2004), há uma variedade de modelos de avaliação, mas eles consideram que os mais relevantes são os apresentados no Quadro 5.

**QUADRO 5 - MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS**

Abordagem para avaliação	Conceito	Premissas
Desconto de Dividendos	Se baseia no fluxo de dividendos.	O valor do patrimônio líquido da empresa é calculado determinando-se o valor presente da estimativa futura dos dividendos.
Desconto dos rendimentos anormais	Está calcado nos rendimentos anormais.	O valor do patrimônio líquido é determinado pela soma do valor contábil corrente dos lucros e valor presente dos lucros anormais.
Valorização baseada em múltiplos de preços	Utiliza múltiplos de empresas comparáveis.	A mensuração da performance de uma empresa é convertida em valores se aplicando um múltiplo de preço apropriado derivado do valor de firmas comparáveis.
Fluxo de caixa descontado	Se baseia em projeções de fluxos de caixa.	Estima-se os fluxos de caixa para diversos anos e desconta-se o valor apurado por uma taxa de custo de capital estimada.

Fonte: Adaptado de Palepu e Healy (2004)

Existem alguns modelos alternativos de avaliação de empresa em relação à avaliação de fluxo de caixa descontado: Abordagem de Custo de Capital e Valor Presente Ajustado

No caso da Abordagem de Custo de Capital, os fluxos de caixa da empresa são descontados pela média ponderada do custo de capital. Essa abordagem tem como premissas

que o custo de capital captura tanto os benefícios fiscais de tomada de empréstimos quanto os custos de falência, um endividamento constante, apresentando a facilidade de as alterações no portfólio de financiamento a serem incorporadas ao modelo por meio da taxa de desconto, em vez dos fluxos de caixa.

Primeiramente, se avalia os ativos operacionais da empresa, examinando-os para a avaliação do patrimônio líquido. O valor da empresa, de forma genérica, é o valor presente dos fluxos de caixa livres esperados:

$$\text{Valor da empresa} = \frac{\text{Fluxo de caixa livre, então}}{(1+WACC)}$$

$$\text{Valor da empresa} = \frac{\text{EBIT (1-Alíquota)} - (\text{Gastos com Capital} - \text{Depreciação}) - \text{Alteração em Capital de Giro Monetário}}{(1+WACC)}$$

É necessário então descontar o fluxo de caixa livre da empresa, obtendo o valor dos ativos operacionais. Em seguida, adicionam-se ativos cujos ganhos não sejam parte do lucro operacional, isto é, caixa e aplicações financeiras, valor de posições acionárias minoritárias, valor de ativos ociosos. Após, subtraem-se os direitos fora do patrimônio líquido, ou seja, dívida onerosa, leasing operacional, participações minoritárias, planos de pensão, valor esperado de litígios, obtendo assim o patrimônio líquido.

A vantagem da abordagem de custo de capital é que essa possibilita a incorporação dos custos e benefícios da tomada de empréstimos. Por outro lado, analisar o fluxo de caixa antes da dívida pode levar a erros de interpretações no que tange à continuidade da empresa. Adicionalmente, traz maior subjetividade, já que utiliza uma razão do endividamento no custo de capital para incorporar o efeito da alavancagem. (DAMODARAM, 2007)

Os fluxos de caixa de uma empresa são os mencionados no Quadro 6.

**QUADRO 6 – TIPOS DE FLUXO DE CAIXA DE UMA EMPRESA**

Classificação	Características
Fluxo de caixa para investidores e acionistas	Posterior a todos os fluxos de caixa associados as dívidas, após cobertura de impostos e necessidades de reinvestimento, sendo os dividendos um importante indicador. Divide-se entre de Patrimônio e da Empresa.
a) De Patrimônio	Fluxo de caixa livre = Lucro Líquido – (Gasto de capital – depreciação) – Alteração em capital de giro não monetário + (Nova dívida levantada – repagamento da dívida).
b) Da Empresa	Fluxo de caixa livre = Lucro Operacional (1- Alíquota) – (Gasto de capital – depreciação) – Alteração em capita de giro não monetário.
Fluxo de caixa reais e nominais	Os nominais incorporam a previsão da inflação e os reais não, assim refletem as alterações no número de unidades vendidas e o real poder de precificação.
Fluxo de caixa antes de impostos e após impostos	Influencia na taxa de desconto.

Fonte: Adaptado de Damodaram (2007)

No caso do Valor Presente Ajustado – *Adjusted Present Value* (AVP), os fluxos de caixa da empresa são descontados pela média ponderada do custo de capital que, quando reduzida pelo valor de mercado da dívida em circulação, produz o valor do patrimônio líquido. Essa abordagem começa com o valor da empresa sem a dívida, que, posteriormente, é acrescentada, considerando o efeito líquido dos custos e benefícios dos empréstimos, como se vê no Quadro 7.

**QUADRO 7 – PROCESSO PARA OBTENÇÃO DO VALOR PRESENTE AJUSTADO**

Passos	
Estimar o valor da empresa sem alavancagem	Valor da empresa sem nenhuma dívida, sendo: Fluxo de caixa operacional após impostos versus a taxa de crescimento, dividido pelo custo não alavancado do patrimônio líquido menos a taxa de crescimento.
Valor presente da economia dos juros	A estimativa do benefício fiscal esperado é apurada multiplicando-se a alíquota do imposto de renda pelo valor da dívida.
Avaliação do empréstimo mediante a probabilidade de falência e do custo esperado de falência	Avaliação do efeito do nível de endividamento sobre o risco de inadimplência da empresa e sobre os custos esperados de falência. Observa-se que se trata de uma estimativa difícil e geralmente se baseia em estudos feitos pelo mercado.  Valor presente do custo de falência = (Probabilidade de falência) x (Valor presente do custo de falência).

Fonte: Adaptado de Damodaram (2007)

Esse modelo apresenta um foco nas fontes de captação, nas dívidas e na liquidez da empresa, sendo uma alternativa útil para aplicação em empresas que apresentam dificuldades financeiras.

Outro modelo que já foi muito utilizado pelo mercado financeiro, principalmente antes da divulgação ampla do modelo de fluxo de caixa descontado, foi o Valor Econômico Agregado – *Economic Value Added* (EVA). Nesse caso, adiciona-se o valor presente dos retornos em excesso ao valor contábil do capital investido. Para calcular os retornos em excesso, são necessários três inputs básicos: o retorno sobre o capital obtido dos investimentos, o custo de capital para esses investimentos e o capital neles investido.

O EVA é o lucro da atividade menos o custo de capital empregado. O lucro da atividade é o lucro operacional menos o imposto de renda, calculado com base na alíquota nominal – *Net Operating Profit After Tax* - NOPAT, também chamada de EBIT, deduzida do imposto de renda sobre esse lucro. O Custo do Capital Empregado está representado por todos os ativos operacionais da empresa versus um custo médio de capital. Logo, o EVA = NOPAT – Custo de Capital, ou seja, NOPAT – [Ativo Econômico x Custo Médio Ponderado de Capital]. (COSTA, COSTA, ALVIM, 2011)

Destarte, o valor da empresa é o valor presente dos EVA futuros adicionado ao custo de capital. Assim:

Valor da Empresa = Capital investido dos ativos instalados + EVA dos ativos instalados + EVA dos futuros projetos. (DAMODARAM, 2007; COSTA, COSTA, ALVIM, 2011)

Esse modelo tem como foco o retorno sobre o capital investido e o custo de capital, não contemplando estimativas futuras, podendo ser utilizado para empresas que já estão estáveis e assim tendem a continuar.

Observa-se que o modelo mais completo e amplamente utilizado para avaliação de empresas é o Fluxo de Caixa Descontado. Para Costa, Costa e Alvim (2011), essa é uma das medidas mais utilizadas nas empresas nos últimos tempos, indicando a quantia em termos monetários adicionada à riqueza efetiva do acionista em um determinado período.

Conforme Cunha, Martins e Assaf Neto (2014), o valor de uma empresa está relacionado à sua capacidade de geração de benefícios no presente e no futuro, sendo a sua continuidade operacional considerada no fluxo de caixa descontado (FCD) o método mais utilizado.

Lima et al. (2010) afirmam que o valor da empresa está relacionado à sua capacidade de geração de benefícios futuros. Todavia, defendem que só a utilização do fluxo de caixa descontado para a avaliação de uma empresa, principalmente pequenas e médias, não é suficiente. Ressaltam que, além desse, devem-se utilizar métodos e técnicas que considerem a influência de diversas variáveis, chamados de Metodologia de Multicritério de Apoio a Decisão. Nesse sentido apontam:

Metodologia Multicritério de Apoio à Decisão (MCDA) é um dos métodos por excelência que permite incorporar aspectos subjetivos no processo decisório. Ela consiste em um conjunto de métodos e técnicas que auxiliam ou apoiam pessoas e organizações a tomarem decisões, sob a influência de uma multiplicidade de variáveis. (p. 49)

Infere-se, então, que a avaliação de uma empresa, mesmo que utilize uma técnica matemática, deve incorporar variáveis qualitativas e subjetivas para a obtenção da melhor estimativa de seu valor.

Dessa forma, as informações financeiras e contábeis, tanto quantitativas quanto qualitativas, disponibilizadas pela empresa, tornam-se uma questão fundamental no processo de avaliação de uma empresa.

Atualmente, tem-se acesso fácil a um grande volume de informações financeiras e não financeiras das companhias, apresentadas em diversas fontes, de diferentes formas, em diversos níveis de detalhamento. Alguns acreditam que, quanto mais informação, melhor. Contudo, o que se tem observado é que o grande volume de informações tem proporcionado

aos investidores e analistas dificuldades em discernir o que é importante, o que deve ser incluso ou não em um modelo de avaliação de empresas, tornando difícil a separação de grandes premissas das pequenas.

Nos dias de hoje, inicia-se um movimento migratório para um reduzido número de relatórios que proporcionam variadas informações. Em ciência, prefere-se parcimônia, pela explicação mais simples para uma observação.

Esse princípio também é objetivo deste estudo, ou seja, apresentar, de uma forma objetiva, as informações necessárias para uma avaliação de empresa, geralmente dispostas de várias maneiras nos informes financeiros e gerenciais das companhias, espalhadas, volumosas, com diversas fontes, de difícil análise e interpretação.

É necessário entender o papel da avaliação, já que essa é útil em uma ampla gama de atividades. No caso deste estudo, foca-se no papel da avaliação de empresas para um grupo específico de investidores, os *private equities*. Isso significa enfatizar a avaliação de aquisições e as finanças corporativas. No primeiro caso, o proponente precisa decidir pelo valor justo para a empresa-objeto, antes de fazer uma oferta, e no segundo, investidores de capital de risco e *private equity* avaliam o desempenho da empresa-alvo, visando a obter mais capital (DAMODARAM, 2007).

Segundo Calandro (2012), os *private equity* focam na maximização dos retornos dos investidores, que só é possível se esses eliminarem as características contingentes do investimento, ou seja, eventos que direcionam o preço de um ativo. Isso apenas ocorre quando, preferencialmente, esse tipo de investidor toma ações próprias para criar mais valor para os ativos e a empresa onde investiu.

Smolarski, Wilner e Yang (2011, p. 46) relatam que: “Pesquisas de *private equity* estão florescendo, mas poucos artigos tem devotado para como os fundos de *private equity* utiliza as informações financeiras”.

Vydrzel e Soukupova (2012) comentam que existem diversas pesquisas sobre valorização de empresas, mas que poucas tangenciam a avaliação na perspectiva de um investidor de *private equity* especificamente.

A dificuldade de avaliar possíveis investimentos interessantes para esse público, ou ainda, os que eles detêm, deriva do fato de que, na maioria das vezes, trata-se de empresas fechadas, isto é, que não têm ações negociadas no mercado, não sendo possível assim, determinar seu valor com base no valor de mercado. Ocorre que, mesmo que não tenha o valor de mercado, para estimar o valor de uma empresa, é necessário obter seu valor justo, o que é possível somente pela utilização de métodos e técnicas de valorização.

Uma pesquisa nos Estados Unidos demonstrou que 95% dos *private equity* utilizam o Fluxo de Caixa Descontado (DFC) na avaliação de uma empresa, seguido da Análise de Múltiplos, com posterior desconto em fluxo de caixa. Cabe ressaltar que, porventura, o valor apurado após a aplicação da devida técnica poderá ser ajustado, a fim de refletir a falta de liquidez do investimento e uma possível participação minoritária, nos casos em que não se exerce controles. (VYDRZEL; SOUKUPOVA 2012).

Conforme Martins (2011) e Damodaram (2007), os métodos mais comuns para avaliar um negócio são o Fluxo de Caixa Descontado e o de Preços Comparáveis. Como nesta pesquisa trabalha-se a avaliação de empresas do ponto de vista de investidores de *private equity*, analisam-se os métodos de avaliação que objetivam a obter mais capital, isto é, a aumentar o caixa, sendo a abordagem mais aplicável a de avaliação pelo fluxo de caixa descontado e suas variáveis.

Ademais, que dos modelos de avaliações apresentados neste referencial teórico, o Fluxo de Caixa Descontado é a modelagem considerada por todos os autores uma unanimidade como melhor método de determinação do valor de uma empresa.

## 2.3 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

### 2.3.1 AVALIAÇÃO PELO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Todos os métodos de avaliação são distribuições diferentes do mesmo fluxo de caixa, convergindo para um valor no longo prazo. Os modelos que descontam fluxos de caixas futuros baseiam-se nas potencialidades de geração de riqueza da empresa, sendo o desconto do fluxo de caixa livre o mais defendido pelos autores que abordam o assunto avaliação de empresas.

Sobre isso, Damodaram (2007, p. 6) relata que “o valor de um ativo não é o que alguém percebe como sendo seu valor, mas sim uma função dos fluxos de caixa previstos para aquele ativo”.

A metodologia de fluxo de caixa descontado, como já abordado em tópicos anteriores, é a projeção do fluxo de caixa esperado por um período, mais o valor terminal calculado ao final desse período, descontada a valor presente, a uma taxa que reflete o grau de risco do fluxo de caixa da empresa. (CUNHA; MARTINS; ASSAF NETO 2014).

Nesse sentido, Lima et al. (2010, p. 51) apontam que:

O **Método do Fluxo de Caixa Descontado** está fundamentado na ideia de que o valor de uma empresa está diretamente relacionado aos montantes e às épocas em que os fluxos de caixa operacionais estarão disponíveis para os detentores de capital. Portanto, o valor de uma empresa é medido pelo montante de recursos financeiros que será gerado no futuro pelo negócio, o qual é trazido ao seu valor presente para refletir o tempo e o risco associado ao investimento.

A metodologia clássica da teoria de finanças para determinar o valor econômico de uma empresa, com base no Fluxo de Caixa Descontado (FCD) ou *Discounted Cash Flow* (DCF), é formada por fatores fundamentais:

- a) o Fluxo de Caixa projetado;
- b) a taxa de desconto ou taxa requerida de retorno;
- c) o período de tempo das projeções;
- d) o risco.

O valor da empresa pelo fluxo de caixa descontado é composto pelas grandezas: (a) valor presente dos fluxos de caixa esperados para o período explícito de projeção e (b) valor residual ou valor terminal, correspondente aos fluxos de caixa projetados. O item (a) corresponde ao período previsível dos resultados operacionais estimados e pode ser categorizado como a taxa de retorno sobre o investimento – *Return of Investment* (ROI). A parte (b) corresponde ao valor após o período explícito de projeção e, normalmente, é considerada de duração indeterminada, sendo calculada como uma perpetuidade, em que o retorno do investimento equivale ao custo de capital. (SAURIN; COSTA JÚNIOR; ZILIO, 2007, p. 127).

Há três maneiras de classificar os modelos de Fluxo Caixa Descontado: a primeira avalia um negócio conforme a premissa de continuidade operacional em contraposição a um conjunto de ativos; a segunda estabelece uma distinção entre avaliar o patrimônio líquido de um negócio e o negócio em si; e a terceira utiliza duas formas diferentes e equivalentes em complemento à abordagem de fluxo de caixa previsto, uma baseada nos retornos em excesso e outra no valor presente ajustado. (SAURIN; COSTA JÚNIOR; ZILIO, 2007)

Quanto à primeira, observa-se que existe diferença entre avaliar um negócio e a soma dos valores dos ativos individuais da empresa: avaliar o negócio é considerar os valores dos ativos, e acrescentar a isso previsões sobre investimentos, lucratividade, dívidas etc.

Quanto à segunda, trata-se da avaliação patrimonial versus a avaliação empresarial. A avaliação patrimonial limita-se apenas a avaliar o risco patrimonial no negócio, refletindo as taxas de desconto e somente o custo de financiamento pelo patrimônio; e a avaliação empresarial engloba tanto a avaliação dos ativos instalados quanto dos ativos para

crescimento, com a taxa de desconto refletindo o custo composto pelo financiamento de todas as fontes de capital.

Quanto à terceira, trata-se de variações sobre os modelos de fluxo de caixa descontado, sendo, os retornos em excesso, os valores a maior do fluxo de caixa de retorno normal, que é o retorno exigido ajustado pelo custo de capital ou do patrimônio (risco). No que se refere ao valor presente ajustado, esse separa os efeitos sobre o valor do financiamento da dívida do valor dos ativos de um negócio apresentado de forma sumária no Quadro 8.

#### **QUADRO 8 – MANEIRAS DE SE CLASSIFICAR OS MODELOS DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO**

Classificação dos Fluxos de Caixa Descontados	Conceitos
Variações sobre DCF	Valor do negócio.
Retornos em excesso	Capital investido na empresa hoje + Valor presente dos fluxos de caixa de retorno em excesso, tanto de projetos existentes quanto futuros.
Valor presente ajustado	Valor do negócio com 100% de financiamento do patrimônio + Valor presente dos benefícios tributários previstos – Custo da inadimplência.

Fonte: Adaptado de Saurin; Costa Júnior; Zilio (2007)

Saurin, Costa Júnior e Zilio (2007, p. 124) entendem que:

Na metodologia com base no Fluxo de Caixa Descontado têm-se os seguintes métodos ou modelos básicos: o método do Fluxo de Caixa Operacional Disponível (FCOD), o método do Valor Presente Ajustado (VPA) e o método do Fluxo de Caixa do Capital Próprio (FCCP).

Esses modelos têm características e informações diferenciadas, apresentadas no Quadro 9, mas, teoricamente, devem proporcionar resultados financeiros equivalentes, se empregados à mesma base de dados:

**QUADRO 9 – MODELOS DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO**

BASE	MODELO	FÓRMULA	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	LIMITAÇÕES
FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	Fluxo de Caixa Operacional Disponível	$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + L + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n}$	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Considera o Fluxo de Caixa gerado pelas operações normais da empresa, desconsiderando empréstimos;</li> <li>- É o montante financeiro disponível para investimento e Capital de Giro;</li> <li>- A taxa a ser utilizada é a do custo médio ponderado de capital.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Para calcular o Fluxo de Caixa futuro, deve-se prover o volume de caixa a ser recebido e pago em cada período, o que é subjetivo em relação à conjuntura econômica;</li> <li>- Na avaliação de empresa há necessidade de previsão dos fluxos de caixa em períodos maiores do que nos orçamentos de caixa.</li> </ul>
	Fluxo de Caixa do Capital Próprio.	$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + L + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n}$	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Outra modalidade para o Fluxo de Caixa;</li> <li>- É o fluxo líquido após a cobertura dos investimentos em ativos fixos, Capital de Giro e juros sobre financiamentos;</li> <li>- A taxa a ser utilizada é a do retorno desejado sobre o patrimônio líquido.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Prevê a existência de uma estrutura financeira mínima para cada período;</li> <li>- Considera todos os financiamentos pagos no vencimento e os recursos de novos empréstimos como recebidos.</li> </ul>
	Valor Presente Ajustado.	$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + L + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n}$	<ul style="list-style-type: none"> <li>- É o Fluxo de Caixa do capital de terceiros adicionado ao Fluxo de Caixa do capital próprio;</li> <li>- Utiliza-se uma taxa de desconto para cada Fluxo de Caixa: a taxa de custo do capital próprio e de terceiros, respectivamente.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Considera valores de mercado para a estrutura de capitais, dentro de um balanço econômico e não contábil.</li> </ul>

Fonte: Saurin, Costa Júnior e Zilio (2007, p. 125)

Para Koller, Goedhart e Wessels (2005), o valor de uma companhia está relacionado com a sua habilidade de gerar retorno para o capital investido – *Return of Invested Capital* (ROIC) superior à média ponderada do custo de capital (WAAC), assim como com sua habilidade de crescimento. Desse modo, os autores afirmam que: “Altos retornos e crescimento resultam em elevados fluxos de caixa” (p. 103).

O Quadro 10 representa uma estrutura conceitual de fluxo de caixa descontado para avaliações, que acrescenta a avaliação pelo modelo de fluxo de caixa de capital e de fluxo de caixa de patrimônio, apesar de sugerir que ambos devem ser evitados, por incluírem performance operacional e estrutura de capital no fluxo de caixa, podendo levar a erros na implementação:

**QUADRO 10 – ESTRUTURA DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO BASE PARA VALORIZAÇÃO DE EMPRESAS**

Modelo	Mensuração	Fator de desconto	Observações
Fluxo de caixa descontado da entidade	Fluxo de caixa livre	Média ponderada do custo de capital (WAAC)	Melhor para projetos, unidades de negócios e companhias que administram sua estrutura de capital em um nível alto.
Lucro econômico	Lucro econômico	Média ponderada do custo de capital (WAAC)	Explicitamente se destaca quando a companhia cria valor.
Valor presente ajustado	Fluxo de caixa livre	Custo de capital não alavancado	Destaca estruturas de capital mais facilmente que os modelos baseados no WAAC.

CONTINUA

Modelo	Mensuração	Fator de desconto	Observações
Fluxo de caixa de capital	Fluxo de caixa de capital	Custo de capital não alavancado	Comprime o fluxo de caixa livre e a taxa de retorno em um único número, ficando difícil comparar a performance com a de outras companhias e outros períodos.
Fluxo de caixa de patrimônio líquido	Fluxo de caixa de patrimônio líquido	Custo de capital alavancado.	Difícil de se implementar corretamente porque a estrutura de capital está implícita no fluxo de caixa. Melhor utilizado na avaliação de instituições financeiras.

Fonte: Koller, Goedhart e Wessels (2005, p. 103)

## CONCLUSÃO

Costa, Costa e Alvim (2011) classificam os métodos para cálculo do valor da Empresa como:

- a) o Valor Presente Ajustado ou AVP (*Adjusted Present Value*): permite visualizar o valor da decisão de investimento separadamente da decisão de financiamento, sendo útil para avaliar negócios com alta alavancagem. O fluxo de valores relevantes deriva do Fluxo de Caixa da Empresa (FCFF) e da economia fiscal com os juros da dívida, descontados por taxas de desconto que refletem o custo

- dos ativos ou o custo da dívida. Logo, o valor estimado é o das operações da empresa, representado pelo valor da empresa não endividada, mais o valor do benefício fiscal da dívida. Para obter então o valor da empresa para o acionista, adiciona-se o valor justo dos ativos extra operacionais e exclui-se a dívida atual;
- b) o Fluxo de Caixa da Empresa (FCFF) descontado pelo WAAC: é o método mais utilizado pelos analistas e práticos, permitindo a visualização do valor justo dos ativos operacionais e o do patrimônio líquido. O fluxo relevante deriva do fluxo de caixa da empresa descontado pelo WAAC, que deve ser estimado para cada ano e é calculado com base no valor de mercado da empresa. O valor estimado da empresa para o acionista é o valor das operações da empresa, mais o valor justo dos ativos extra operacionais, menos a dívida atual;
  - c) o Fluxo de Caixa do Acionista (FCFE) Descontado pelo Custo de Capital Próprio: esse método permite visualizar diretamente o valor para os acionistas, sendo útil em avaliação de empresas e em projetos altamente alavancados, em que não é muito fácil estabelecer uma boa projeção da dívida. O fluxo de valores relevantes deriva do Fluxo de Caixa dos Acionistas (FCFE) descontado pela taxa de custo de capital próprio, resultando no valor da empresa para o acionista;
  - d) o Lucro Econômico (EVA) Descontado pelo WAAC: os fluxos de valores relevantes resultam do Lucro Econômico descontado pelo custo médio de capital (WAAC), resultando no Valor de Mercado Agregado (MVA). Com vistas à obtenção do valor de mercado para o acionista, soma-se a esse MVA o Valor contábil do ativo econômico, mais o valor justo dos ativos extra operacionais e exclui-se a dívida atual. Esse método permite visualizar as fontes de valores da empresa, sendo útil para uma gestão baseada em valor.

Para Koller, Goedhart e Wessels (2005) e Lima et al. (2010), visando a valorizar uma operação por meio do processo de fluxo de caixa descontado, cabe analisar a performance histórica da empresa, definir e projetar o fluxo de caixa de curto, médio e de longo prazo, e descontar o fluxo de caixa livre a uma taxa que represente a média ponderada do custo de capital (WAAC).

Damodaram (2007) entende que os fluxos de caixa previstos e as taxas de descontos são relevantes em tal valorização. Todavia, não observa a análise da performance histórica da empresa e considera outro input para o modelo, que é o crescimento esperado. Destarte, o modelo deve contemplar o fluxo de caixa livre de certo período, a taxa de desconto e a perpetuidade.

Saurin, Costa Júnior e Zilio (2007) corroborado por Costa, Costa e Alvim (2011) comentam que os principais modelos de avaliação dependem de uma previsão de fluxo de caixa e da taxa de desconto adequada para trazê-los a valor presente, sendo variáveis fundamentais para estimar o valor econômico da empresa: o custo de capital de terceiros, o custo de capital próprio e o custo médio ponderado.

Nesse sentido, Lima et al. (2010, p. 50) afirmam que:

Em essência, o objetivo da empresa é a criação de valor para os seus proprietários, sendo o valor de mercado da empresa o parâmetro de sua riqueza. O crescimento, por outro lado, é a principal fonte de valor, sendo seu cálculo processado a partir da análise dos benefícios econômicos esperados de caixa, conforme propostos no método do FCD. Nessas colocações insere-se a adoção do método do fluxo de caixa descontado como o mais coerente e ajustado ao objetivo consagrado de maximização de riqueza delineado para a empresa.

Entende-se que a utilização de projeções e de uma taxa de desconto são essenciais no modelo de avaliação por meio do Fluxo de Caixa Descontado. Ao partir dessas duas premissas, alguns consideram que as projeções devem ser baseadas na performance histórica da empresa; outros que devem estar calcadas somente no crescimento esperado; uns entendem que a taxa de desconto deve refletir a média ponderada do custo de capital total; outros que alguns ajustes deveriam ser feitos nesse custo de capital para obtê-la; há aqueles ainda que entendem ser melhor refletir a perpetuidade nas estimativas, e aqueles que preferem refleti-la na taxa de desconto. Contudo, há um consenso: de que a utilização do Fluxo de Caixa Descontado da Empresa é a melhor técnica de estimação de seu valor econômico.

Desse modo, cabe entender detalhes relativos a essa técnica de valorização, que estão apresentados de forma sumarizada no Quadro 9 e no Quadro 11.

**QUADRO 11 – PASSOS ESSENCIAIS PARA AVALIAÇÃO PELO MÉTODO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO**

#	Passo
1º.)	Análise histórica da empresa.
2º.)	Estabelecer as premissas para a projeção das demonstrações contábeis.
3º.)	Estabelecer o horizonte explícito de projeção das demonstrações contábeis.
4º.)	Realizar a projeção financeira da empresa (margem de lucro, necessidades de investimento, evolução dos preços e custos, taxas de financiamento etc.).
5º.)	Calcular o custo de capital da empresa.
6º.)	Calcular o valor presente do fluxo de caixa do horizonte explícito de projeção.
7º.)	Calcular o valor residual da empresa (valor de perpetuidade ou valor de liquidação dependendo de cada caso).
8º)	Obter o valor dos ativos operacionais da empresa ou o valor da empresa para os acionistas.
9º)	Interpretar o valor. Fazer comparações com empresas semelhantes, complementando a análise por meio de múltiplos, análises de sensibilidade, cenários, simulação

Fonte: Costa, Costa, Alvim (2011, p. 156-157)

Ao considerar que o objetivo deste estudo é desenvolver uma estrutura de avaliação de desempenho das companhias brasileiras pelos *private equity* a partir da análise das informações divulgadas nas demonstrações contábeis, cabe analisar os passos relacionados às informações contábeis e financeiras, congruentes com o objetivo desta pesquisa.

Assim, nos próximos tópicos, apresentam-se os conceitos e detalhes derivados dos passos 1 a 5 do Quadro 11, já exposto, no processo de avaliação de empresas, lembrando que esses não seguem necessariamente essa ordem sequencial e que há uma inter-relação entre eles.

### *2.3.1.1 Fluxo de caixa livre da empresa*

Para obter a projeção financeira da empresa, é relevante um ponto de partida, sendo esse o Fluxo de caixa livre da empresa. O valor econômico de uma empresa é o valor atual das séries de fluxo de caixa livre, projetado para o período planejado e posterior ao período planejado. Os benefícios futuros estimados devem ser refletidos no Fluxo de Caixa Operacional Disponível ou Fluxo de Caixa Livre. O fluxo de caixa livre é aquele gerado pelas operações da empresa como um conceito, representado no Quadro 12 e defendido por diversos autores.

**QUADRO 12 – CÁLCULO DO FLUXO DE CAIXA LIVRE**

	Descrição	Abreviações – se aplicável
	Vendas Brutas	
(-)	Impostos sobre vendas	
=	Vendas Líquidas	
(-)	Custos das Vendas	
(=)	Lucro Bruto	
(-)	Despesas Operacionais	
(=)	Lucro da Atividade – <i>Earnings Before Interest and Taxes</i>	EBIT
(-)	Impostos sobre o Lucro da Atividade	Taxes on EBIT
(=)	Lucro Operacional Líquido de Impostos – <i>Net Operational Profit After Taxes</i>	NOPAT
(+)	Despesas não reembolsáveis	
(+)	Depreciação/Amortização	
(-)	Variação da Necessidade de Capital de Giro	
(-)	Gastos de Capital	CAPEX
(=)	Fluxo de Caixa Livre da Empresa – <i>Free Cash Flow from the Firm</i>	FCFF

Fonte: Adaptado de Costa; Costa; Alvim (2011), Copeland; Koller; Murrin (2002), Saurin, Costa Júnior, Zilio (2007).

### 2.3.1.2 Como prever fluxos de caixa

Para mensurar fluxo de caixa de uma empresa, é necessário identificar o seu fluxo de caixa livre, estabelecer o período do fluxo de caixa, analisar os elementos das demonstrações contábeis, ajustar possíveis impactos derivados dessa análise, mensurar as estimativas de crescimento, analisar as políticas de investimento e financiamento da empresa, determinar a taxa de desconto, considerar o valor terminal etc.

Costa, Costa e Alvim (2011, p. 47) afirmam que, no caso de uma empresa: “O desenvolvimento de projeções financeiras é inevitável para avaliação econômica e de sua capacidade financeiras”, podendo ser classificados como demonstrado no Quadro 13.

**QUADRO 13 – CLASSIFICAÇÃO DOS MODELOS DE PROJEÇÃO**

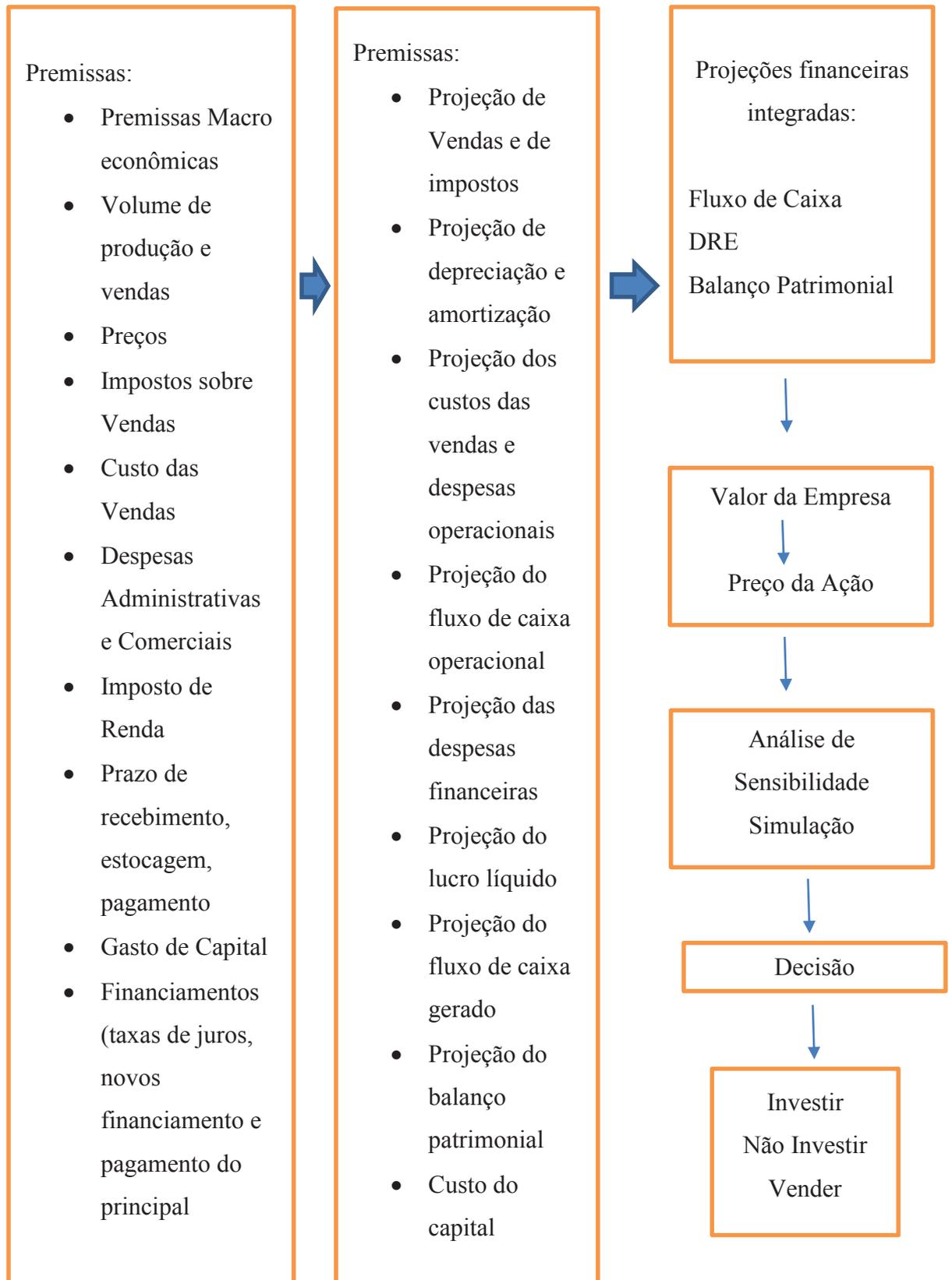
Classificação	Características
Determinísticos	Uma mesma entrada aplicada ao sistema produzirá sempre a mesma resposta, de forma inequívoca, não se permitindo a utilização de variáveis endógenas e exógenas.
Estocásticos	Caracterizado por uma relação probabilística entre a solicitação (input) e a saída (output).
Estáticos	Não levam em consideração a variável tempo.
Dinâmicos	Captam mudanças ao longo do tempo. Permite avaliar o efeito de diferentes decisões ao longo do tempo, como por exemplo: decisões de investimentos, integralização de capital, alongamento do perfil da dívida etc.
Integrado	Analisa a relação entre diversas variáveis ao longo do tempo.

Fonte: Adaptado de Costa; Costa; Alvim (2011)

No caso em que se pretende estimar o valor da empresa, entende-se que o modelo integrado é o mais adequado, por ser mais completo e baseado em informações oficiais, as informações contábeis, por meio de um processo de projeção das demonstrações financeiras da empresa.

Na Figura 2 apresenta-se as principais peças de um modelo integrado de projeções financeiras de uma empresa.

**FIGURA 2 – MODELO INTEGRADO DE PROJEÇÕES FINANCEIRAS**



Fonte: Costa, Costa, Alvim (2011, p. 51)

Segundo Koller, Goedhart e Wessels (2005), Costa, Costa e Alvim (2011) e Cunha, Martins e Assaf Neto (2014), é necessário desenvolver fluxos de caixa explícitos para um número de anos e, então, valorizar os anos remanescentes, através de uma fórmula, considerando uma perpetuidade que resultará em um fluxo de caixa livre, crescendo a uma taxa constante. Nesse sentido, Saurin, Costa Júnior e Zilio, 2007, p. 127 apontam que:

Dessa forma, o valor da empresa pelo fluxo de caixa descontado é composto das grandezas: (a) valor presente dos fluxos de caixa esperados para o período explícito de projeção e (b) valor residual ou valor terminal. O item (a) corresponde ao período previsível dos resultados operacionais estimados e pode ser categorizado como sendo a taxa de retorno sobre o investimento (ROI). A parte (b) corresponde ao valor após o período explícito de projeção, normalmente é considerada de duração indeterminada, sendo calculada como uma perpetuidade.

Quanto ao período explícito, em geral, recomenda-se utilizar uma estimativa de 10 a 15 anos, a não ser que se trate de uma empresa de ciclos longos ou de rápido crescimento. Para os primeiros cinco a sete anos, sugere-se desenvolver uma estimativa contemplando balanço e resultado com o máximo de ligação com as variáveis reais, por exemplo: volumes, preço, custo por unidade, níveis de estoque etc. E para os anos restantes, deve-se focar em poucas variáveis importantes, como crescimento das vendas, margens, giro de capital etc.

É relevante determinar a duração do período de crescimento extraordinário, os fluxos de caixa durante o período de alto crescimento e o cálculo do valor terminal. Em relação ao período de crescimento extraordinário, recomenda-se identificar quando a empresa atingirá o crescimento estável. Ademais, cabe lembrar que o alto crescimento advém de empresas que lucram retornos em excessos de investimentos marginais, isto é, empresas com um retorno sobre o capital superior ao seu custo de capital. Com isso, cabe considerar por quanto tempo a empresa será capaz de manter alto crescimento, e para isso, deve-se analisar, então, o seu porte, as taxas de crescimento vigentes, a magnitude e a sustentabilidade de vantagens competitivas. (DAMODARAM, 2007).

Valor terminal ou valor residual é o valor presente dos fluxos de caixa depois do período explícito de projeções, o qual depende das crenças do que irá acontecer com a empresa após o período de projeções. Se houve expectativa de que a empresa será liquidada após o período das projeções, seu valor terminal/residual será o valor do seu patrimônio líquido.

Ao assumir a continuidade operacional da empresa, o valor terminal pode ser determinado com base no fluxo de caixa descontado do valor presente de uma perpetuidade ou estimado pelo uso de algum múltiplo de avaliação relativa, dependendo, então, da taxa

projetada de crescimentos dos fluxos de caixa operacionais, dos investimentos necessários para o período projetado e da relevância do custo de capital. (MARTINS 2011).

Os elementos relevantes para prever o fluxo de caixa de uma empresa são: análise dos dados históricos; estabelecimento de premissas para a projeção das demonstrações financeiras; realização de estimativas para o futuro, com uma ligação entre crescimento e os fundamentos da empresa; preparação da projeção financeira com base no Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício e Demonstração do Fluxo de Caixa. (DAMODARAM, 2007; COSTA, COSTA, ALVIM, 2011; CUNHA, MARTINS, ASSAF NETO, 2014, MARTINS, 2011; KOLLER, GOEDHART, WESSELS, 2005).

Cunha, Martins e Assaf Neto (2014, p. 252) apontam que: “Essas projeções são o produto final da identificação e da análise de direcionadores de valor, desempenhadas pelos avaliadores, sobre as capacidades diferenciadoras e as estratégias financeiras que a empresa adota”.

Em um primeiro momento, esses direcionadores de valor demonstram o desempenho da empresa, sendo sua projeção futura fundamental para a obtenção do seu valor intrínseco em um processo de avaliação. Esse valor é apresentado no Quadro 14.

#### QUADRO 14 – DIRECIONADORES DE VALOR

Estratégias Financeiras	Objetivos Estratégicos	Direcionadores de Valor
Operacionais	[...] eficiência das decisões operacionais, [...] políticas [...], vendas [...], criar valor.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• crescimento das vendas;</li> <li>• [...]; e</li> <li>• margem de lucro.</li> </ul>
Financiamento	[...] decisões de financiamento [...] procura-se minimizar o custo de capital da empresa, [...] incremento em seu valor [...].	<ul style="list-style-type: none"> <li>• estrutura de capital;</li> <li>• custo do capital próprio;</li> <li>• custo do capital de terceiros;</li> <li>• risco financeiro.</li> </ul>
Investimento	[...] estratégias de investimento voltadas a agregar valor aos acionistas, por meio da obtenção de uma taxa de retorno maior que o custo de capital.	<ul style="list-style-type: none"> <li>• investimento em capital de giro;</li> <li>• investimento em capital fixo;</li> <li>• [...];</li> <li>• análise giro x margem;</li> <li>• [...].</li> </ul>

Fonte: Cunha, Martins e Assaf Neto (2014, p. 252)

Cabe identificar, rapidamente, as operações da empresa, de acordo com o crescimento passado de suas receitas ou lucros. Contudo, pode ocorrer de essas informações históricas não serem os melhores indicadores de crescimento futuro, mas esse tipo de análise pode ser muito útil quando de estimativas para o futuro. Para isso, deve-se obter um histórico dos lucros, considerar a presença de prejuízos, definir a taxa média de crescimento, analisar a utilidade do

crescimento do negócio, os efeitos do porte da empresa e as estimativas externas de crescimento.

Para Lima et. al (2010, p. 50), “ [...] o crescimento, por outro lado, é a principal fonte de valor, sendo seu cálculo processado a partir da análise dos benefícios econômicos esperados de caixa, conforme propostos no método do FCD”.

Sobre o crescimento e valor da empresa, Damodaram (2007, p. 85) afirma que:

Com estimativas tanto históricas quanto de analistas, o crescimento é uma variável exógena que afeta o valor, mas está separado dos detalhes operacionais da empresa. A forma mais saudável de incorporar o crescimento ao valor é torná-lo endógeno – ou seja, transformá-lo em uma função de quanto uma empresa reinveste no crescimento futuro e a qualidade desse reinvestimento.

Para Cunha, Martins e Assaf Neto (2014), a previsão das demonstrações de resultado de uma empresa parte do crescimento de suas vendas, pois a maior parte da estimação das outras variáveis, por exemplo, custos, despesas operacionais, despesas com impostos, depende delas, sendo, então, as métricas de desempenho direcionadores da previsão da demonstração do resultado.

Posto isto, infere-se que, para obter a projeção financeira da empresa, além da determinação do período de tal projeção, o valor terminal e a taxa de desconto, é necessário considerar os fatores que influenciam as métricas das projeções dos valores do fluxo de caixa: (a) informações históricas, (b) investimento e reinvestimento, (c) detalhes operacionais e (d) como relacionar todas essas informações.

Koller, Goedhart e Wessels (2005, p. 161) asseveram que: “Entender o passado de uma empresa é essencial para prever seu futuro”. Para analisar a performance histórica de uma empresa, deve-se considerar o apresentado no Quadro 15.

**QUADRO 15 – ELEMENTOS RELEVANTES PARA ANÁLISE HISTÓRICA DA PERFORMANCE DE UMA EMPRESA**

Atividade	Observações
Reorganizar as demonstrações contábeis	Para se refletir a performance econômica ao invés da contábil, criando-se novos termos como lucro operacional ajustado menos impostos – <i>Net Operating Profit Less adjusted Taxes</i> (NOPLAT), capital investido, Fluxo de Caixa Livre – <i>Free Cash Flow</i> (FCF).
Avaliar a capacidade da companhia criar valor	Mensurar e analisar o retorno sobre o capital investido – <i>Return on Invested Capital</i> (ROIC).
Segregar o crescimento da receita	Segregar em quatro componentes: crescimento orgânico, efeitos da moeda, aquisições de negócios e mudanças contábeis.
Acessar a saúde financeira da empresa	Analisar a estrutura de capital para determinar se ela possui recursos financeiros para continuar o negócio e fazer investimentos de curto e longo prazo.

Fonte: Adaptado de Koller, Goedhart, Wessels (2005)

O ponto de partida para prever fluxos de caixa são as séries históricas de performance da empresa.

Segundo Santos e Watanabe (2005), tradicionalmente, como medida de performance, entre outras, tem sido utilizada a rentabilidade do tipo de retorno sobre ativos e/ou retorno sobre o patrimônio líquido (ROA/ROE) e Valor Econômico Adicionado - *Economic Value Added* (EVA).

O Retorno sobre os ativos – *Return Over Assets* (ROA) – demonstra o quanto a administração é eficiente no uso dos ativos da empresa para obter ganhos e lucros. Algumas vezes, também é chamado de Retorno sobre Investimentos - *Return on Investments* – ROI, sendo:  $ROA = \text{Lucro Líquido} / \text{Total dos Ativos}$  (KOLLER, GOEDHART, WESSELS, 2005)

O Retorno sobre o patrimônio líquido – *Return Over Equity* (ROE) – mede a rentabilidade da companhia, revelando o quanto essa gerou de ganhos com base no capital investido, sendo:  $ROE = \text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido}$ .

O EVA é uma medida quantitativa, que reflete o montante de valor criado ou destruído pela administração com base em um conceito de lucro econômico ou lucro residual:  $EVA = NOPAT - C\% \times TC$

Em que:

EVA é *Economic Value Added* ou Valor Econômico Adicionado, NOPAT representa o *Net Operating Profit After Taxes* ou Lucro Operacional Líquido depois de Impostos, C% é o percentual do Custo do Capital investido e TC significa *Total Capital* ou Capital Total Investido. (SANTOS; WATANABE, 2005)

Todavia, conforme anteriormente comentado no item 2.3, três níveis de análises precedem a análise prospectiva para a formulação das projeções: a análise da estratégia, das informações contábeis e das informações financeiras.

Muitos investidores e analistas empregam técnicas de análise, como avaliar o comportamento dos preços das ações da empresa e o volume de ações negociadas. Se a empresa não for pública, eles comparam com o comportamento das ações de empresas do setor, analisam as possibilidades de retorno com base em múltiplos como ROE, EBITIDA, mas deixam de fazer as análises de fundamento, isto é, esses três níveis de análise, o que pode acarretar, às vezes, erros na avaliação de empresas.

A análise de fundamentos por meio da análise estratégica, das informações contábeis e das informações financeiras não limita a avaliação somente nos dados do mercado, na perspectiva de quanto ele estaria disposto a pagar pela empresa, mas também traz informações para um investimento de médio e longo prazo, que são os alvos dos *private equity*.

Esse tipo de análise pode responder a diversas questões que surgem durante uma avaliação e exemplificam a eficácia de tal análise. Segue exemplo de como dúvidas dessa natureza talvez pudessem ser esclarecidas, considerando que a companhia é o Wall Mart:

- a) análise da estratégia: seria o Wall Mart apto a criar uma infraestrutura de distribuição que o possibilitaria continuar a dominar os Estados Unidos? Seria ele capaz de replicar essa dominância do mercado internacionalmente? A que taxa a empresa seria capaz de crescer suas vendas, em curto e longo prazo, sem sacrificar suas margens? Os competidores como a Target seriam capazes de replicar sua eficiência, quando estiverem competindo com uma oferta diferenciada de produto?
- b) análise contábil: existe algum aspecto da contabilidade do Wall Mart que implique erros nos resultados, ou nos ativos, ou nas despesas, ou nos

passivos? Se sim, quais as implicações futuras nos demonstrativos contábeis?

- c) análise financeira: quais são os recursos do Wall Mart para sua superior performance? Essa é sustentável? Existe algum padrão discernível na sua performance passada? Se sim, existe alguma razão pela qual essa tendência poderia continuar ou mudar? (PALAPU; HEALY 2004, p. 6.7)

Em relação à reorganização das demonstrações contábeis, observa-se que muitas empresas reportam em seus informes financeiros o retorno sobre ativos – *Return of Assets* (ROA), o retorno sobre o patrimônio líquido (*Return of Equities* – ROE) e o fluxo de caixa de suas operações. Todavia, itens operacionais e não operacionais influenciam esses, logo, deve-se separar a performance operacional da não operacional, a fim de analisar aquela resultante das operações e preparar as projeções de fluxo de caixa. Essas projeções devem partir do fluxo de caixa livre da empresa, como mencionado no item 2.1.1.1.

O *Free Cash Flow* (FCC) auxilia nesse processo, pois foca somente nas operações do negócio, sendo suportado pelo capital investido e pelo NOPAT, sendo:

$FCF = NOPAT + \text{Despesas que não têm efeito caixa (Non cash operating expenses)} - \text{Investment in Invested Capital}$ . O capital investido é igual aos ativos menos passivos operacionais, *Operating Assets (OA)* menos *Operating Liabilities (OL)*.

Ao rearranjar o balancete: *Invested Capital (OA-OL) + Non Operating Assets (NOA) = Debt and its equivalent + Equity and its equivalent*, sendo o Return of Invested Capital (ROIC) =  $\frac{NOPAT}{\text{Invested Capital}}$

*Invested Capital*.

Pela perspectiva do investidor, o total de fundos investidos é o total de capital investido mais os ativos não operacionais, e o lucro líquido operacional é o lucro líquido, menos impostos, juros, depreciação e amortização. Cabe lembrar que os ativos não operacionais são os que não são necessários para operar a atividade principal da empresa: excesso de caixa, aplicações financeiras, investimentos avaliados por equivalência patrimonial, excesso de ativo de pensão etc.

As dívidas incluem os passivos de curto e longo prazo, sobre os quais incidem juros, por exemplo: empréstimos, notas a pagar, dívidas conversíveis, e seus equivalentes podem ser: planos de aposentadoria, planos de pensão, arrendamento mercantil operacionais, entre outros. O patrimônio líquido engloba os fundos como capital, reservas de capital e fundos do investidor reinvestidos na empresa, por exemplo: lucros acumulados e ajustes de avaliação

patrimonial. Seus equivalentes podem ser instrumentos conversíveis em ações, incentivos fiscais permanentes etc.

Com vista a preparar uma avaliação da performance de uma companhia, é necessário reorganizar suas demonstrações financeiras, cavar valores e informações nas suas notas explicativas e, quando esses não estiverem disponíveis, deve-se estimar, pressupor com o máximo de detalhes possíveis. Em relação ao ROIC, observa-se que já que o foco é nas atividades operacionais, ele é o melhor indicador para entender a performance da empresa, assim como o retorno sobre o patrimônio (ROE) e o retorno sobre os ativos (ROA).

Ao analisar o crescimento histórico da empresa, pode-se avaliar o potencial de seu crescimento futuro. Dessa forma, cabe segregar o crescimento histórico das receitas em crescimento orgânico, influência da correção da moeda, aquisições, desinvestimentos, avaliar as oscilações e o impacto de cada um dos itens no crescimento total da receita. Por exemplo, crescimento derivado de efeitos da moeda não é resultado do negócio, de aumento de mercado, volume e preço.

O aumento das receitas derivado de aquisições, difere daquele derivado somente de crescimento interno e pode afetar o ROIC, já que poderia ser necessário o pagamento de um prêmio para a aquisição de novos negócios. (PALEPU; HEALY, 2004)

Sobre a saúde financeira da empresa e sua estrutura de capital, é relevante avaliar como essa financia suas operações, seu capital próprio e o de terceiros, bem como sua liquidez e capacidade de honrar com obrigações de curto e longo prazo. Se o possível investidor identificar que terá que investir mais para cumprir os compromissos financeiros da empresa alvo, poderá concluir que não pagará um ágio ou, talvez, cogitará até um deságio na aquisição da participação. (KOLLER; GOEDHART; WESSELS, 2005)

No que se refere ao investimento e reinvestimento, salienta-se que o retorno do capital deve representar o retorno esperado em investimentos futuros. Assim, cabe estimar a taxa de reinvestimento e de retorno sobre o capital. Sobre isso, Damodaram (2007, p. 90) informa que: “A taxa de reinvestimento mede o quanto uma empresa está semeando de volta para gerar crescimento futuro”.

Essa taxa é considerada um bom ponto de partida para identificar a necessidade de reinvestimento futuros, mas não é suficiente; deve-se observar também a taxa média de investimento dos últimos anos, se a empresa investiu no passado em grandes projetos e aquisições, o quanto ela já está madura, lembrando que, na medida em que ela amadurece, as necessidades de reinvestimento tendem a diminuir.

Existem casos em que a empresa investiu excessivamente em imobilizado ou capital de giro no passado, podendo viver desse investimento por muitos anos. Por outro lado, existem situações em que a taxa de reinvestimento é negativa, isto é, a depreciação excede os gastos de capital ou há um declínio substancial do capital de giro. Isso resultará em uma necessidade maior de investimento do potencial investidor, podendo haver uma redução no seu retorno ou a necessidade de ajuste do seu valor.

A conclusão em relação às informações obtidas por estimativas históricas, detalhes operacionais, investimento e reinvestimento, capacidade de a empresa criar valor, crescimento e saúde financeira se dá pela realização de procedimentos analíticos, isto é, comparação e análise das relações plausíveis dessas informações com outros dados financeiros e não financeiros. Isso auxilia o investidor/analista a identificar estratégias e planos da empresa, o comportamento da administração, padrões, tendências, inconsistências, potenciais erros e itens que levem a ajustes nas projeções e/ou no valor da empresa entre outras coisas.

Logo, a partir da teoria e dos conceitos analisados nos itens 2.2 e 2.3, apresenta-se no Quadro 16 quais seriam as informações divulgadas relevantes para estar contempladas na estrutura de avaliação de desempenho das companhias brasileiras pelos investidores de *private equity*, quanto à previsão dos fluxos de caixa:

**QUADRO 16 – ELEMENTOS DIVULGADOS NAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS RELEVANTES PARA PREVISÃO DOS FLUXOS DE CAIXA**

Itens	Informações Necessárias
Resultado do exercício	
Juros	
Depreciação e Amortização	
Impostos	
Ativos Não Operacionais	
Itens que não afetam caixa	
Ganhos e perdas não recorrentes registrados na demonstração do resultado do exercício	
Imposto de renda diferido	
Incentivos fiscais	
Créditos fiscais utilizados	

CONTINUA

Itens	Informações Necessárias
Alíquotas nominal e efetiva do imposto de renda e contribuição social	
Reconciliação entre as alíquotas nominal e efetiva do imposto de renda e contribuição social	
Composição das vendas	
Comportamento das vendas, custo, margens	
Itens que compõe o capital de giro	
<i>Return Over Equity</i> - ROE	
<i>Return Over Asset</i> - ROA	
<i>Non Operating Profit After Taxes</i> - NOPAT	
<i>Free Cash Flow</i> - FCF	
Endividamento	
<i>Return of Invested Capital</i> - ROIC	
Patrimônio	
Principais estratégias da Empresa: a) Novos Produtos b) Novos Mercados c) Aquisições d) Reestruturações	
Principais riscos a) Operacionais b) Financeiros c) Mercado	
Existência de ressalvas e parágrafos de ênfase no relatório de auditoria	

Fonte: Da autora

## CONCLUSÃO

### 2.3.1.3 Taxa de desconto

Saurin, Costa Júnior e Zilio (2007, p. 126) relatam que:

Quando a empresa usa capital próprio e capital de terceiros, a taxa de desconto a ser utilizada precisa considerar a estrutura de capital. A taxa requerida de retorno deve descontar o Fluxo de Caixa Operacional Disponível para o cálculo de seu valor presente, que representa o valor econômico da empresa.

Segundo Damodaram (2007, p. 19), nas avaliações pelo fluxo de caixa descontado:

[...] as taxas de desconto devem refletir o grau de risco dos fluxos de caixa. Em especial, o custo da dívida deve incorporar um prêmio por inadimplência ou um spread para o risco de inadimplência na dívida, o custo do patrimônio líquido deve incluir um prêmio pelo risco do patrimônio líquido.

Koller, Goedhart e Wessels (2005, p. 113) observam que:

Uma vez que o fluxo de caixa livre está disponível para todos os investidores, o fator de desconto do fluxo de caixa livre deve representar o risco a que todos os investidores estão expostos. A média ponderada do custo de capital – *weighted average cost of capital* (WAAC) – mistura as requeridas taxas de retorno para a dívida e para o patrimônio líquido baseada nos valores objetivados pelo mercado. (tradução nossa)

Do exposto, depreende-se que a taxa de desconto reflete os riscos de dívida e os riscos de patrimônio. A palavra risco se apresenta à sociedade como sinal de perigo. Contudo, cabe lembrar que também engloba oportunidades, sendo importante, então, identificar nos relatórios financeiros das companhias os componentes de ambos, para que sejam refletidos nas taxas de desconto e nos modelos de avaliação da melhor maneira.

Logo, é necessário estudar como determinar o custo de capital e de patrimônio, para que seja possível identificar as informações necessárias divulgadas pelas empresas relativas à taxa de desconto, que seriam úteis na construção do modelo de avaliação de empresas por investidores de *private equity*.

Conforme Damodaram (2007), há três maneiras de estimar o custo do patrimônio líquido de um negócio:

- 1-) obter modelos que medem o risco de um investimento e convertem esse indicador de risco em retorno previsto, que, por sua vez, torna-se o custo do patrimônio líquido desse investimento;
- 2-) analisar as diferenças nos retornos reais de várias ações, por longos períodos, e identificar as características das empresas que melhor explicam as diferenças nos retornos;
- 3-) utilizar preços de mercados ativos de risco para sustentar a taxa de retorno que os investidores estão dispostos a aceitar nesses investimentos.

O risco é contemplado nos modelos de avaliação, considerando: (a) retornos reais versus retornos previstos; (b) riscos específicos versus risco geral e (c) riscos de mercado versus retornos previstos.

Existem dois modelos para mensuração de risco em finanças: o modelo de precificação de ativo de capital - *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), e o de precificação por arbitragem - *Arbitrage Pricing Model* (APM).

O CAPM utiliza quatro variáveis para determinar um retorno esperado do patrimônio: a taxa livre de risco, o prêmio do risco de mercado, o retorno esperado do mercado sobre um título livre de risco e a comparação do risco do ativo analisado com uma carteira de mercado, determinando um beta. Esse último é resultado da divisão da covariância do ativo com a carteira de mercado pela variância da carteira de mercado, sendo o retorno esperado do ativo uma função da taxa livre de risco, do beta desse ativo e do prêmio pelo risco de investir no ativo. Isto é: Retorno esperado = Taxa livre de risco + Beta do ativo x Prêmio pelo risco.

O CAPM é o mais comum dos modelos de precificação de ativos. (KOLLER; GOEDHART; WESSELS, 2005; DAMODARAM, 2007; LIMA et al., 2010). O APM é uma versão mais generalista do CAPM, com fatores não especificados de risco de mercado, permitindo fontes múltiplas de risco de mercado e que os ativos tenham diferentes exposições (betas) em relação a cada fonte de risco de mercado. Com isso, o retorno previsto do ativo deriva de uma análise fatorial e pode ser escrito como uma função das múltiplas exposições ao risco, cada uma delas ponderada aos seus respectivos prêmios pelo risco. (KOLLER, GOEDHART, WESSELS, 2005; DAMODARAM, 2007)

As instituições de *private equity* investem geralmente em companhias fechadas, que demonstram capacidade de crescimento e/ou em companhias abrindo capital. Assim, das três maneiras de estimar o custo do patrimônio, entende-se que a mais indicada é a primeira, pois é por meio dela que são obtidos os modelos que medem o risco de um investimento e convertem esse indicador de risco em retorno previsto.

No caso de companhias fechadas, torna-se mais difícil de estimar o retorno esperado, uma vez que não há informações suficientes de mercado, implicando desafios na estimação do beta. Há três soluções para esse problema: assumir que o negócio será vendido em um futuro próximo e, assim, utilizar o beta do mercado e o custo de patrimônio correspondente; acrescentar um prêmio ao custo do patrimônio para refletir o aumento do risco; ou ajustar o beta para que reflita o risco total, em vez do risco de mercado.

Como esta pesquisa objetiva a analisar o desempenho de companhias brasileiras por meio das informações divulgadas nas demonstrações financeiras, os componentes do risco

relacionados a mercado não serão abordados; isto é, o foco é na necessidade de informações relacionadas a retornos reais, retornos previstos e riscos específicos, quando se trata de estimar o custo do patrimônio. Desse modo, abordam-se os conceitos relativos a custo de capital, suas implicações nas taxas de descontos, nos modelos de avaliação e a necessidade de informação para sua estimação.

O custo de capital é a necessidade de uma retribuição atraente para a captação dos recursos necessários, que podem ser obtidos de diversos agentes econômicos, como acionistas, debenturistas, fornecedores, bancos, entre outros; ou seja, nada mais é do que a remuneração que a companhia oferece aos fornecedores dos recursos de que precisa. É representado pela média ponderada dos custos dos diferentes componentes do portfólio de financiamento de uma empresa, incluindo dívida, patrimônio líquido e títulos híbridos, e a maioria dos negócios é financiada por meio de dívida ou algum híbrido de patrimônio líquido e dívida. (DAMODARAM, 2007; COSTA; COSTA; ALVIM, 2011).

Segundo Damodaram (2007), há diversas formas de estimar o custo de capital, sendo as mais importantes: abordagem do custo do patrimônio líquido não alavancado, da taxa de retorno implícita e do custo médio ponderado.

O custo do patrimônio líquido não alavancado considera o custo, caso a empresa fosse financiada totalmente por capital de acionistas, e desconsidera outros elementos da estrutura de capital. Dessa forma, não é ideal para avaliação de empresas, visto que não apresentará variações decorrentes de operações normais da empresa, como a mudança do endividamento na presença de impostos, de inadimplência e outros.

Os custos de capital implícitos são a taxa interna de retorno derivada do fluxo de caixa previsto para a empresa e o valor da empresa. Assim, não é útil para avaliar uma empresa individualmente, somente quando quer se quer comparar a avaliação com outras do mesmo segmento.

Quanto à abordagem do custo médio ponderado, é a mais utilizada para estimar o custo do capital, pois é a média ponderada de toda a estrutura de capital fora do patrimônio, ou seja, custos de financiamento fora do patrimônio líquido. Seus componentes são apresentados no Quadro 17.

**QUADRO 17 – COMPONENTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL QUE ESTÃO FORA DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO**

Componentes	Definição	Considerações no cálculo
Custos da dívida	Custo corrente da empresa tomar empréstimo	Impostos dedutíveis; Passivos onerosos; Junção de todas as dívidas (longo prazo, curto prazo, com ou sem garantia); Compromissos de leasing; Planos de pensão; Passivos contingentes; Plano de opções de ações a funcionários
Custo de instrumentos híbridos	Custo de títulos que compartilham características de dívidas e outras de patrimônio líquido	Existência de obrigações conversíveis; Preferência no caso de liquidação da empresa Decomposição dos títulos, segregação.

Fonte: Adaptado de Koller, Goedhart, Wessels (2005)

Koller, Goedhart e Wessels (2005, p. 298) afirmam que: “Em uma forma simples, o custo médio ponderado de capital é a média ponderada baseada no mercado dos custos de dívida e dos custos de patrimônio depois dos impostos”. (tradução nossa)

Observa-se que o custo de capital não inclui retornos esperados de passivos operacionais, por exemplo, contas a pagar, porque já estão contemplados pelo fluxo de caixa livre. Desse modo, incluí-los resultaria em duplicidade de informação. Sobre isso, Lima et al. (2010, p. 52) relatam que: “O WACC é a taxa utilizada para descontar os fluxos de caixa futuros no valor presente para todos os investidores.”

Segundo Costa, Costa e Alvim (2011), o custo médio de capital – *Weight Average Cost* (WAAC) pode ser representado pela fórmula:

$$K_o = (w_d \times k_d) + (w_p \times k_p) + (w_e \times k_e) + (w_s \times k_s), \text{ onde}$$

$K_o$  = custo médio ponderado de capital

$w_d$  = peso (em%) do custo de capital de terceiros - dívida

$K_d$  = custo da dívida

$W_p$  = peso (em %) das ações preferenciais

$K_p$  = custo das ações preferenciais

$W_e$  = peso (em %) das ações ordinárias

$K_e$  = custo das ações ordinárias

$W_s$  = peso (em %) dos lucros retidos

$K_s$  = custo dos lucros retidos

Em relação ao cálculo do custo médio ponderado de capital, algumas observações são importantes. Primeiramente, deve ser calculado pelos valores do mercado, e não pelos contábeis. Em segundo lugar, cabe analisar os efeitos de imposto de renda, isto é, se existe uma economia fiscal em razão da dedutibilidade dos juros da dívida e considerar esse impacto no cálculo. Por último, mas não menos importante, é preciso atentar para a correta segregação entre capital próprio e custo de capital de terceiros, principalmente nos casos de instrumentos híbridos, que têm a opção de se transformarem em capital em algum ponto no tempo (ex: debêntures conversíveis).

Para obter as informações relevantes na determinação da taxa de desconto, o investidor/analista precisa obter o custo de capital próprio, o custo da dívida, a média ponderada do custo de capital, o WAAC, analisar os instrumentos híbridos, identificar o objetivo de retorno do investidor e a taxa média de retorno do mercado para aquele tipo de investimento, empresa e/ou segmento.

O custo de capital está baseado nas ações ordinárias mais as preferenciais, considerando também o efeito de lucros retidos, reservas, ajuste de avaliação patrimonial e outros. E o custo da dívida está relacionado a toda dívida, exceto aquelas derivadas de atividades operacionais (contas a pagar, fornecedores, contas a receber). Desse modo, é necessários analisar e segregar os instrumentos híbridos, para incluir a parte relativa ao patrimônio líquido no cálculo do custo de capital e a relativa a financiamento no custo da dívida. O WAAC é a média ponderada do custo de capital, que engloba o custo de capital de terceiros e o custo de capital próprio. (COSTA, COSTA, ALVIM, 2011)

A determinação da taxa de desconto é um item muito relevante no modelo de fluxo de caixa descontado, pois são considerados diversos anos de projeções e, em países com altas taxas de juros, como o Brasil, erros decimais na taxa podem ter um grande impacto na determinação do valor da empresa.

Logo, a partir da teoria e dos conceitos analisados nos itens 2.2, 2.3.3, apresenta-se no Quadro 18, quais seriam as informações divulgadas relevantes para estar contempladas na

estrutura de avaliação de desempenho das companhias brasileiras pelos investidores de *private equity*, no que se refere à mensuração de retornos reais e previstos e determinação da taxa de desconto.

**QUADRO 18 – ELEMENTOS DIVULGADOS NAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS RELEVANTES PARA ANÁLISE DO CUSTO DE CAPITAL**

Itens	Informações Necessárias
Capital social	
Quantidade de ações preferenciais	
Quantidade de ações ordinárias	
Quantidade e valor de ações em tesouraria	
Total do endividamento de curto prazo	
Total do endividamento de longo prazo	
Arrendamentos mercantis financeiros	
Total do endividamento	
Instrumentos híbridos de patrimônio líquido e dívidas	
Instrumentos de dívida conversíveis em ações	
Pagamento baseado em ações concedido a funcionários e/ou terceiros	
Total dos financiamentos com garantia	
Principais riscos <ul style="list-style-type: none"> <li>a) Operacionais</li> <li>b) Financeiros</li> <li>c) Mercado</li> </ul>	
Existência de ressalvas e parágrafos de ênfase no relatório de auditoria	

Fonte: Da autora

## 2.4 QUESTÕES RELEVANTES NA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS RELACIONADAS AS INFORMAÇÕES DIVULGADAS NAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

### 2.4.1 FATORES QUE INFLUENCIAM NA QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

De acordo com a regulamentação, as informações contábeis deveriam ser livres de viés, mas como são preparadas por seres humanos, levam muito de sua influência, isto é, as demonstrações contábeis e os relatórios contábeis financeiros contemplam a influência de seus administradores, preparadores etc. Nesse sentido, apresentam-se as potenciais fontes de ruído ou de administração de resultados que podem existir nas informações contábil-financeiras:

- a) práticas contábeis: podem levar a erros de interpretação, dependendo da capacidade de a empresa em possibilitar a captura, o registro e a evidenciação das transações da entidade;
- b) erros de estimativas: derivam da incapacidade de os administradores preverem consequências futuras de transações correntes perfeitas;
- c) escolha de políticas contábeis: administradores têm diversos incentivos para exercer as suas discricionariedades contábeis, com vistas a atingir certos objetivos, como alguns exemplos apresentados no Quadro 19.

**QUADRO 19 – ITENS QUE PODEM ESTAR IMPACTADOS PELA DISCRICIONARIEDADE DA ADMINISTRAÇÃO**

Itens	Possíveis incentivos e/ou consequências
Quebra de <i>covenants</i>	As decisões são tomadas para atingir certos parâmetros contratuais para que não haja quebra de <i>covenants</i> . As contas contábeis e de divulgação relativas a estrutura de financiamento da empresa podem estar distorcidas.
Compensação da administração	Pode resultar em administração de resultados, por exemplo: Apresentação de lucros menores antes da concessão de <i>stock option</i> por meio de constituição de reserva para apresentar resultados melhores quando da possibilidade do exercício da opção. Para atingir uma certa meta de lucro, deixar de baixar ativos que já não são mais realizáveis.
Controle corporativo – avaliação dos administradores	Os administradores são avaliados por meio das suas decisões tomadas e da sua performance que estão refletidas nas demonstrações financeiras. Como no caso anterior, isso pode incentivar a administração de resultados.
Impostos	Redução no pagamento de impostos é um dos objetivos das empresas, logo, algumas transações podem não estar refletidas economicamente nas demonstrações contábeis a fim de evitar pagamento de impostos. Ativos podem estar subavaliados e passivos superavaliados, contas contábeis relacionadas a impostos podem estar com informações distorcidas etc.
Considerações regulatórias	As informações financeiras-contábeis podem estar influenciadas para evitar discussões regulatórias, como por exemplo: monopólio. Divulgações apresentadas nas notas explicativas podem não refletir a essência econômica do negócio, das transações, por exemplo, a nota de informações por segmento.

Itens	Possíveis incentivos e/ou consequências
Mercado de capitais	Ocorrência de assimetria de informações entre administradores e o mercado de capitais pode influenciar a percepção dos investidores. Divulgações apresentadas nas notas explicativas podem não estar refletindo a essência econômica do negócio, a saúde financeira da empresa, fatos relevantes podem não estar sendo comunicados no momento adequado.
<i>Stakeholders</i>	Usuários das informações financeiras podem utilizá-las em discussões a seu favor, como por exemplo, no caso de sindicatos, governo, ambientalistas. Divulgações apresentadas nas notas explicativas podem não estar completas ou não estarem refletindo a essência econômica do negócio.
Competitividade	Os administradores evitam de dar informações, muitas vezes, por as considerarem estratégicas com receio que sejam utilizadas pelos competidores. Logo algumas divulgações podem não estar completas, não serem objetivas, claras.

Fonte: Adaptado de Palepu; Healy (2004)

Quando são analisados os relatórios das empresas a fim de estimar seus valores, é necessária uma análise detalhada das informações contábeis apresentadas, visando a identificar possíveis itens que podem influenciar de forma errônea a interpretação, o julgamento e a avaliação do possível investidor/analista. Dessa forma, existem algumas áreas que merecem maior atenção, ou que o possível investidor/analista precisará obter mais informações em um processo de avaliação de empresa.

Em razão disso, entende-se que as informações a seguir são relevantes na estrutura de avaliação de desempenho de empresas pelos investidores de *private equity* objeto deste estudo.

- a) mudanças não explicadas nas práticas contábeis quando a performance é pobre.
- b) crescimento não usual do contas a receber e das receitas
- c) crescimento não usual dos estoques em relação às vendas
- d) diferença relevante entre o lucro e o fluxo de caixa das operações

- e) uma diferença relevante entre o lucro contábil e o fiscal
- f) tendência de utilizar mecanismos de financiamentos como entidade de propósito específico
- g) baixas relevantes não esperadas
- h) ajustes relevantes somente nas demonstrações financeiras anuais
- i) pareceres com ressalvas (PALEPU; HEALY 2004)

Mudanças não explicadas nas práticas contábeis quando a performance é pobre pode ser indício de administração de resultados. Mudanças nas práticas contábeis por força de regulamentação devem ser explicadas, logo, é importante que estas sejam analisadas.

Crescimento não usual do contas a receber e das receitas pode indicar antecipação de receitas e flexibilização na concessão de crédito; logo, é necessário analisar as explicações apresentadas no relatório da administração relativas ao aumento dessas contas, para verificar se estão de acordo com a performance do negócio, da indústria etc.

Crescimento não usual dos estoques em relação às vendas pode ser um sinal de que a demanda pelos produtos da empresa está caindo. Assim, é necessária a constituição de uma provisão para baixa movimentação e obsolescência, até avaliar se o valor de estoques registrado não se encontra inferior ao mercado, sendo, então necessário o registro de uma provisão para desvalorização. Um aumento no estoque em processo pode sugerir também um aumento de custos, e conseqüentemente, uma redução das margens e rentabilidade.

Uma diferença relevante entre o lucro e o fluxo de caixa das operações pode indicar que a rentabilidade é resultado de itens sem efeito caixa e que, apesar do lucro, pode ocorrer de não haver caixa para distribuir dividendos. Dessa feita, é necessário entender os ajustes ao lucro apresentados nas demonstrações de fluxo de caixa, assim como os itens geradores de fluxo de caixa operacional da empresa.

Uma diferença relevante entre o lucro contábil e o fiscal pode demonstrar que o lucro contábil talvez esteja superavaliado, que o resultado apresentado nos relatórios contábil-financeiros é mais agressivo, podendo não ser reflexo da realidade. Dessa forma, cabe entender as principais diferenças entre o lucro contábil e o fiscal e se essas derivam realmente de legislação fiscal, de adições e exclusões permanentes e/ou temporárias.

A tendência de utilizar mecanismos de financiamentos como entidade de propósito específico, desconto de duplicatas etc dá oportunidade para a administração subestimar passivos e/ou superestimar ativos, sendo importante entender a operação e como seria o reconhecimento, no caso de passivo, e o desreconhecimento, no caso de ativos;

Baixas relevantes não esperadas podem indicar administração de resultados e que a administração está devagar nas respostas em relação a mudanças nos negócios. Desse modo, é importante obter detalhes sobre essas baixas e avaliar a razoabilidade dos motivos.

Ajustes relevantes somente nas demonstrações financeiras anuais podem ser resultado de uma maior agressividade da administração em relação à performance demonstrada nos informes interinos, visto que as demonstrações financeiras anuais são auditadas.

Pareceres com ressalvas são um indício de que as demonstrações financeiras têm distorções relevantes, as quais a administração não quis ou não teve capacidade de corrigir. Destarte, os impactos dessas ressalvas devem ser incorporados às demonstrações contábeis no momento de avaliação da empresa;

Transações com partes relacionadas, geralmente não são independentes e não seguem a objetividade do mercado; logo, tendem a ser mais subjetivas e de utilidade própria.

As provisões, no geral, também podem influenciar de forma errônea a interpretação, o julgamento e a avaliação do possível investidor/analista. Sobre isso, Livinat e Santicchia (2006, p. 48, tradução nossa) afirmam que: “Um entendimento do que são as provisões e porque elas tendem a ser mais persistentes que o fluxo de caixa operacional líquido é importante para analistas e investidores por conta das suas implicações no futuros lucros e retornos”.

Quando as provisões influenciam uma interpretação errônea, é porque, provavelmente, estão sendo utilizadas para administrar resultados e expectativas futuras do mercado. Mesmo assim, muitos investidores não tomam cuidado com isso; fixam-se nos lucros e não analisam o fluxo de caixa operacional, que já traz informações não influenciadas por provisões, pelos ajustes de lucro etc. Um exemplo de administração das provisões é que administradores a utilizam para aumentar os lucros quando o fluxo de caixa operacional está baixo, ou para reduzi-los quando o fluxo de caixa operacional está alto. (LIVINAT; SANTICCHIA 2006)

Se as análises contábeis sugerem que podem haver distorções ou administração de resultados que podem prejudicar a interpretação, o analista deve ajustar os números reportados para reduzir tal distorção, na medida do possível.

Talvez não seja possível ajustar as informações contábeis e financeiras utilizando somente os relatórios contábil-financeiros. No entanto, usualmente, as notas explicativas e o fluxo de caixa trazem informações que possibilitam tais ajustes, já que o fluxo de caixa apresenta uma reconciliação entre a contabilidade por regime de caixa e competência, na seção que apresenta o ajuste ao lucro. As notas explicativas apresentam aberturas dos

números apresentados no balanço patrimonial e na demonstração de resultado de exercício, assim como detalhes sobre as operações, transações, sua essência econômica etc.

Alguns exemplos de como o fluxo de caixa e as notas explicativas podem ajudar nesse ajuste das informações contábil-financeiras são apresentados neste estudo. Se uma empresa tem uma política agressiva de capitalização de custos, isso pode ser identificado nas notas explicativas, e os números relacionados que, talvez, devessem estar constando como despesas, estão apresentados como ativos intangíveis, podendo estar evidenciados separadamente no fluxo de caixa.

Quando uma empresa muda uma política contábil, isso é divulgado nas notas explicativas, assim como os possíveis efeitos, sendo possível, então, para o analista, estimar o resultado, considerando que tal política não tivesse sido alterada. As demonstrações financeiras também apresentam uma nota explicativa de reconciliação entre lucro fiscal e o contábil, podendo o analista utilizar o lucro fiscal em sua avaliação, caso entenda que a empresa é muito agressiva e o lucro contábil possa estar superestimado.

O fluxo de caixa é o componente principal de uma avaliação de empresa, por meio do método de fluxo de caixa descontado, e sua estimativa se inicia pelo lucro. Ocorre que o lucro contábil de uma empresa, muitas vezes, não representa o lucro que interessa ao investidor; logo, é necessário ajustar esse lucro, a fim de obter um indicador mais adequado para avaliação de uma empresa. Algumas despesas e receitas devem ser minuciosamente analisadas para concluir se serão ou não contempladas na apuração dos fluxos de caixa operacionais, como, por exemplo, as despesas de arrendamento mercantil e com pesquisa e desenvolvimento, entre outras. (DAMODARAM, 2007).

A despesa de arrendamento mercantil pode não ser necessariamente operacional, e sim financeira, e a despesa de pesquisa e desenvolvimento pode ser reinvestimento, devendo ser então tratada como gasto de capital. (DAMODARAM, 2007).

Segundo Koller, Goedhart e Wessels (2005, p. 237), para estimar o resultado deve-se: “Usar os direcionadores econômicos corretos para estimar as despesas operacionais, depreciação, receita de juros, despesas de juros a impostos divulgados.

Conforme Damodaram (2007), há três maneiras de classificar os fluxos de caixa da empresa: (a) obter uma estimativa atualizada, (b) corrigi-la quanto a erros de classificação contábil e (c) analisar a qualidade do lucro, a fim de identificar a existência de administração de lucros (*earnings management*). Muitas companhias não divulgam com frequência informações atualizadas, apenas anualmente, principalmente as empresas fechadas, que têm

sido os atuais *targets* dos *private equity*. Ocorre que informações atualizadas possibilitam a captação de mudanças, assim como o entendimento do comportamento da empresa.

Nesse cenário, afirma-se que este estudo pode ser útil quanto a essa dificuldade enfrentada pelos analistas de empresa, pois identifica as informações relevantes das demonstrações contábeis necessárias para a avaliação de empresas. Ademais, possibilita que as empresas fechadas preparem essas informações, não sendo necessário, em um primeiro momento, que estejam completas, principalmente no que tange aos períodos intermediários.

O lucro contábil de uma empresa não objetiva a ser suporte para sua avaliação; faz parte de um conjunto de informações financeiras e não financeiras formando as demonstrações contábeis, cujo objetivo é representar a posição patrimonial e financeira da empresa em determinado período, não o seu valor de avaliação. Destarte, esse lucro deve ser ajustado para refletir alguns erros de classificação, por exemplo, despesas com pesquisa e desenvolvimento, de arrendamento mercantil etc.

Se uma empresa está à venda, pretende abrir capital ou tem a pretensão de receber investimento de um *private equity*, seus acionistas vão querer atender e até superar as expectativas dos analistas. Para isso, podem utilizar técnicas contábeis com vistas a melhorar resultados – *earnings management*.

Nota-se que nem todas essas técnicas são prejudiciais à empresa, mas podem levar os analistas a cometer erros de interpretação. Cabe enfatizar que o objetivo deste estudo não é apresentar as técnicas de administração de resultado, então, esse assunto não será aprofundado. Contudo, cabe apresentar uma visão geral das principais técnicas, no Quadro 20, visando a evidenciar a utilidade do objeto desta pesquisa:

**QUADRO 20 – TÉCNICAS DE ADMINISTRAÇÃO DE LUCRO E SEUS IMPACTOS**

Técnica	Utilidade da estrutura de avaliação de desempenho objeto deste estudo
Reconhecimento de receita	Com os dados comparativos da receita é possível analisar as variações e identificar algum tipo de antecipação/postergação de receitas.
Capitalização de despesas operacionais	A apresentação separada dos intangíveis com suas características qualitativas e quantitativas possibilita identificar se estas despesas não deveriam ser registradas no resultado.
Baixas contábeis	A apresentação de ganhos e perdas não usuais pode possibilitar a identificação de despesas e receitas fora do seu período de competência, por exemplo, despesas derivadas de ajuste a valor realizável de estoque que no futuro poderá ser revertida e se transformar em lucro.
Uso de reservas	A apresentação sumarizada das provisões com suas características qualitativas pode possibilitar a análise da necessidade daquela provisão, algumas empresas constituem provisões a fim de reservar lucros futuros.
Lucro de investimentos	A apresentação dos investimentos e suas técnicas de valorização podem revelar se aqueles se encontram super ou subavaliados.
Incentivos Fiscais, créditos fiscais, prejuízos fiscais	A empresa pode estar se utilizando de créditos e incentivos fiscais que reduzem a sua alíquota efetiva naquele período, mas não sua alíquota marginal, o que resultará em um aumento dos impostos em períodos seguintes. A apresentação sumária dos incentivos fiscais e créditos fiscais utilizados no ano possibilita a identificação de tal ação.
Itens do capital de giro	A apresentação objetiva dos itens de capital de giro possibilita que as oscilações destes itens nos períodos sejam analisadas, confrontadas e comparadas com variações nas receitas de vendas, custos dos produtos vendidos, despesas a fim de avaliar as razoabilidades.

Fonte: DAMODARAM (2007)

As demonstrações financeiras são úteis em diversas análises e decisões de negócios. A administração as utiliza para monitorar a performance da companhia e para tomar decisões estratégicas, além de usá-las para se comunicar com os investidores, acionistas e proprietários.

Os investidores as utilizam para avaliar novas possibilidades de investimentos, novos negócios e na valoração de empresas, assim como os analistas para avaliar as companhias e fazer recomendações a seus clientes. Os bancos comerciais para conceder crédito, isto é,

auxiliar na definição do valor do empréstimo e os respectivos termos; e os bancos de investimentos para analisar e valorizar possíveis aquisições, fusões, emissões de títulos, negócios em geral. São ainda úteis para os consultores, que as utilizam como *benchmarking*, base de comparação, para seus clientes. (PALEPU, HEALY, 2004).

Segundo Palepu e Healy (2004, p. 1, tradução nossa), no caso de avaliação de investimentos de empresas, algumas questões relativas aos negócios podem ser respondidas por meio das demonstrações financeiras: “Quão bem a empresa que estou acompanhando está desempenhando? A empresa supre as minhas expectativas de desempenho? Se não, por quê? Qual o valor das ações da empresa, dada a minha avaliação sobre o desempenho atual e futuro da empresa?”

Atualmente, muitas das decisões de investimentos são feitas com base somente em um modelo de mercado, em informações disponibilizadas pelo mercado financeiros, em relatórios gerenciais de analistas, em informações sobre performance apresentadas pelos administradores, entre outros.

Ocorre que esses têm seus interesses que, muitas vezes, são diversos dos da empresa e do possível investidor; afinal, os bancos ganham comissões na venda de certos negócios, os analistas ganham comissão na promoção de certos investimentos e administradores estão interessados em seus bônus.

Desse modo, para tomar uma decisão acertada no momento de avaliar e valorizar uma empresa, é necessário analisar suas demonstrações financeiras, as quais, se tiverem uma divulgação adequada (*full disclosure*), podem apresentar diversas facetas da empresa relacionadas a estratégias, controles internos, processo de tomada de decisões, performance atual e *insights* sobre a sua futura performance.

Cabe somente esclarecer o significado de *full disclosure*. O termo significa uma divulgação completa. Os principais reguladores, IASB, FASB, determinam o mínimo de divulgação necessária nas demonstrações financeiras, mas isso não implica que uma empresa que adota IFRS ou USGAAP tem uma divulgação completa. Deve-se observar ainda que quantidade não significa qualidade. Como o termo “completa – *full*” é subjetivo, muitas empresas tendem a incluir diversas informações que, muitas vezes, não são úteis e acabam dificultando a análise das demonstrações financeiras. Algumas empresas compensam a falta da adoção de certas práticas contábeis com divulgações, o que pode levar a erros de interpretação. (POUNDER, 2012).

Fica claro então que é importante o analista e/ou investidor ter a habilidade de identificar as informações relevantes, extraí-las, resumir-las e entender a relação entre elas, para poder avaliar sua qualidade e confiabilidade nos relatórios contábeis financeiros.

Conforme Palepu e Healy (2004, p. 8), [...] “devido ao conhecimento interno dos administradores ser uma fonte de ambos, valores e distorções nas informações contábeis, é difícil para os usuários externos das demonstrações financeiras segregar a informação verdadeira da distorção e do barulho”. (tradução nossa)

Assim, uma objetiva e efetiva análise das demonstrações financeiras, dos relatórios contábil-financeiros, agregada ao conhecimento do negócio, da indústria e do ambiente econômico em que uma empresa atua, pode fazer com que o usuário da informação consiga separar o verdadeiro do que é distorção, do que é barulho.

Dessa forma, apresenta-se no Quadro 21 um modelo de análise das demonstrações financeiras, com o intuito de utilizar as informações nelas divulgadas na avaliação de uma empresa.

**QUADRO 21 – DETALHES SOBRE AS FERRAMENTAS DE ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS E DOS RELATÓRIOS FINANCEIROS DE UMA EMPRESA**

Tipo	Como fazer	Importância
Análise Estratégica	Identificar os principais direcionadores de lucros, fatores de sucesso, os riscos do negócio, o potencial de rentabilidade da companhia de forma qualitativa, avaliar a sustentabilidade do negócio.	Auxilia nas análises contábeis e financeiras, na identificação das políticas contábeis significativas, na avaliação das estratégias competitivas da empresa,
Análise Contábil	Avaliar o grau que a contabilidade da empresa captura a realidade do negócio. Avaliar a adequação das práticas contábeis da empresa, e suas estimativas.	Auxilia na identificação análise de possíveis distorções nos números contábeis, a existência de administração de resultados – <i>biased data</i> - e na identificação da necessidade do ajuste destas informações no modelo de avaliação de empresas adotado.
Análise Financeira	Utiliza os dados financeiros para avaliar a performance atual e passada da empresa e a adequação de sua sustentabilidade. Análises de índices e de fluxo de caixa são os mais comuns.	Ajuda a analisar a performance de mercado do produto, assim como as políticas financeiras adotadas pela companhia, sua liquidez e flexibilidade financeira e auxilia na adoção de premissas em relação a performance futura da empresa.
Análise Prospectiva	Tem como foco projetar o futuro da empresa por meio de análise de fluxo de caixa futuro, retorno sobre o patrimônio líquido – <i>return of equity</i> (ROE) – entre outras técnicas.	Juntamente com a análise estratégica, análise contábil e análise financeira permite se obter o valor de uma empresa.

Fonte: Adaptado de Palepu e Healy (2004)

Pesquisas de *private equity* estão florescendo, mas poucas têm como foco como os fundos de *private equity* utilizam as informações contábeis e financeiras. Os *private equity* investem em áreas especializadas que requerem habilidades gerenciais e da indústria para terem sucesso.

Nesse sentido, entender como os administradores desses fundos usam a informação financeira no processo de pré-investimento e as relacionam com as especificidades da área de interesse é importante, pois isso pode determinar o sucesso desses investimentos, gerando impactos diretos e indiretos para os investidores do fundo. (SMOLARSKI; WILNER; YANG 2011)

Smolarski, Wilner e Yang (2011) pesquisaram os métodos de avaliação utilizados pelos *private equity*, assim como a utilização ou não das informações contábeis financeiras na avaliação dos pré-investimentos, isto é, na avaliação de empresas. Os autores concluíram que os métodos de avaliação são homogêneos entre os países, sendo o Fluxo de Caixa Descontado um dos mais importantes, e que o uso das informações contábil-financeiras no processo de avaliação parece ser dirigido pelo tipo de fundo e seu foco, mas é importante.

Nesta esteira, Damodaram (2007, p. 229) assevera que: “O alívio que sentimos após avaliar os ativos operacionais de uma empresa deve durar pouco. É nessa fase que surgem os maiores erros em avaliação, em grande parte porque somos negligentes no trato das pendências na avaliação da empresa”.

Existem certas informações contábeis extremamente relevantes na avaliação de empresas, geralmente por dois motivos: podem contemplar distorções e/ou levar a erros de interpretação (influenciam a qualidade da informação contábil) ou devem ser ajustadas nos modelos de avaliação de empresas.

#### 2.4.2. ASSUNTOS QUE PODEM RESULTAR EM AJUSTES NAS INFORMAÇÕES CONTÁBEIS DIVULGADAS E/OU EM MUDANÇAS NOS MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

##### 2.4.2.1. Caixa

No balanço de toda empresa, há uma linha de caixa e equivalentes de caixa; esses são ativos não operacionais; todavia, têm valor e, por isso, devem ser incorporados na sua avaliação. Contudo, o desafio está em como lidar com eles, principalmente no modelo de fluxo de caixa descontado, que tem um foco somente operacional. (DAMODARAM, 2007).

Existem duas opções: agregá-los aos ativos operacionais e ao valor da empresa como um todo ou avaliá-los separadamente, sendo a segunda mais recomendada, por possibilitar

identificar o impacto individual no valor estimado da empresa. Como o lucro utilizado para estimar os fluxos de caixa não inclui os rendimentos dos ativos financeiros, após avaliar os ativos operacionais, pode-se adicionar o valor de caixa e equivalentes de caixa para obtenção do valor da empresa. (DAMODARAM, 2007).

Koller, Goedhart, Wessels (2005) recomendam que seja apurado o fluxo de caixa desses ativos, descontando-se a uma taxa apropriada de capital, que geralmente não é igual ao WAAC, visando a obter o valor a ser considerado nas operações da empresa, quando do seu cálculo.

Ao considerar a importância e os possíveis impactos do caixa e equivalentes de caixa nos modelos de avaliação de empresas, incluiu-se esse item na estrutura de avaliação de desempenho, objeto deste estudo.

#### *2.4.2.2 Investimentos em participações societárias*

Os investimentos em participações societárias são ativos não operacionais, porém, devem fazer parte do cálculo do valor de uma empresa, sendo essencial o entendimento do tratamento contábil de tais investimentos, para definir a melhor forma de incluí-los no modelo de valorização. No Quadro 22 demonstra-se os tipos de investimentos em empresas, como estes são valorizados e como devem ser incorporados ao cálculo do valor de uma empresa.

**QUADRO 22 – COMO INCORPORAR OS INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS NO CÁLCULO DO VALOR DE UMA EMPRESA**

Investimento	Métodos de Valorização	Reflexo no cálculo do valor da Empresa
Passivo Minoritário – Sem influência significativa	Mantidos até o vencimento: Valorizados a custo Disponível para venda: Mensurados a valor de mercado com ganhos e perdas registrados no patrimônio líquido. Mantidos para negociação: Valorizados a mercado, com ganhos e perdas registrados no resultado.	Avalia-se o patrimônio líquido da empresa investida, aplica-se o percentual de participação e o resultado adiciona-se ao valor do patrimônio líquido da investidora.
Ativo Minoritário	Avaliados pelo método da equivalência patrimonial	Avalia-se o patrimônio líquido da empresa investida, aplica-se o percentual de participação e o resultado adiciona-se ao valor do patrimônio líquido da investidora.
Ativos Majoritários	Evidenciados por meio de consolidação	Retira-se do resultado da investida, seus ativos e suas dívidas, posteriormente, avalia-se o patrimônio líquido desta, aplica-se o percentual de participação e o resultado adiciona-se ao valor do patrimônio líquido da investidora.

Fonte: Adaptado de Damodaram (2007)

Sobre investimentos em participações societárias, Koller, Goedhart e Wessels (2005) observam a necessidade de identificar empréstimos com essas empresas e considerá-los nos modelos de sua avaliação. Recomendam a utilização do valor contábil, desde que os empréstimos tenham sido feitos em condições de mercado. Do contrário, deve-se preparar um fluxo de caixa separado do valor prometido de juros e pagamento do principal, com base na marcação na curva de títulos com risco e vencimentos similares. Entendem também que os tipos de investimentos são os mesmos apresentados no Quadro 22, mas sugerem outras formas de valorização.

Apontam que, se a subsidiária for uma empresa pública, usar o valor de mercado e aplicar o percentual de participação para estimar o valor a ser utilizado na avaliação da empresa seria o mais indicado. Se não for uma empresa aberta com ações negociadas, ou se as ações tiverem pouca liquidez, deve-se estimar um fluxo de caixa descontado separado desse investimento para apuração do valor da investida; a partir disso, aplica-se o percentual de participação. Nos casos em que as informações contábeis da subsidiária são as únicas fontes de informação, sugerem-se as alternativas representadas no Quadro 23.

**QUADRO 23 – TIPOS DE INVESTIMENTOS EM PARTICIPAÇÕES E SUAS METODOLOGIAS DE CÁLCULO**

Investimento	Metodologia de cálculo
Passivo Minoritário – Sem influência significativa	Preparar uma estimativa de como os valores principais (crescimento do lucro e retorno sobre o patrimônio líquido) irão se desenvolver a fim de projetar o fluxo de caixa futuro sobre o patrimônio. Descontar este fluxo de caixa ao custo do capital da subsidiária, mas para isso não utilizar o WAAC da investidora.  Pode-se desenvolver uma avaliação baseada no <i>price-to-earning</i> .
Ativo Minoritário	Pode-se não ter o custo histórico do investimento original, ser difícil o desenvolvimento de múltiplos, neste caso, pode-se aproximar o valor de mercado, adicionando-se um incremento de preço com base em um portfólio comparável de ações para o mesmo período em que se manteve o investimento.

Fonte: Adaptado de Koller; Goedhart; Wessels (2005)

Ao considerar a importância e os possíveis impactos dos investimentos em participações societárias nos modelos de avaliação de empresas, incluiu-se esse item na estrutura de avaliação de desempenho das companhias brasileiras pelos investidores *private equity* objeto deste estudo.

#### 2.4.2. 3. *Opções de compras de ações e compensações a funcionários*

Diversas empresas passaram a conceder opções de ações a funcionários, criando, potencialmente, um redutor de valor sobre as ações ordinárias, dificultando o cálculo do valor por ação. Basicamente, há três formas de compensação por ações: uma em que a empresa concede aos funcionários ações do seu patrimônio líquido da empresa; outra em que há a concessão de ações ordinárias e patrimônio líquido, com a restrição de não poderem ser reclamadas e/ou negociadas por determinado período; e uma terceira forma, que são opções de ações, permitindo aos funcionários comprar as ações da empresa a um preço especificado por um período, com algumas restrições. (DAMODARAM, 2007)

Quando se trata de concessão de ações ordinárias, não há muito problema em relação à valorização de uma empresa. Nesses casos, o valor da concessão é tratado como gasto de compensação quando a concessão for feita, com o aumento do número de ações da empresa.

Por outro lado, a concessão de opções de ações traz desafios quando da valorização de uma empresa, tanto no que se refere à mensuração do lucro quanto ao cálculo do lucro por ação. Essas opções podem trazer efeito na mensuração do lucro corrente de uma empresa, efeito na diluição potencial do exercício corrente e futuros efeitos sobre os lucros esperados e lucro por ação esperados. Dessa feita, é importante que tais efeitos sejam incorporados nas avaliações de empresas pelo fluxo de caixa descontado.

Existem quatro abordagens para incorporar esse efeito: a primeira é ajustar o número de ações em circulação para refletir as opções em circulação; a segunda é tentar prever quando essas serão exercidas e seus potenciais impactos; a terceira é incorporar o efeito da diluição, usar ações diluídas ajustando o valor dessas ações para refletir os retornos esperados do exercício da opção (abordagem de ações em tesouraria); e a última, avaliar as opções a valor justo, e subtrair esse valor do total do patrimônio líquido para chegar ao valor do patrimônio líquido em ações ordinárias. A última é mais recomendada, pois se acredita que seja a única que incorpora por completo o efeito das opções existentes no valor por ação. (DAMODARAM, 2007)

No caso de empresas fechadas, alvos da maioria dos investidores de *private equity*, dois dos inputs fundamentais do modelo de valorização de opções não podem ser obtidos, o preço corrente por ação e a variância no preço das ações. Nesse caso, ou se abandona o modelo de precificação de opções e passa-se usar o modelo de ações em tesouraria, ou se mantém o modelo de precificação de opções, utilizando o valor por ação obtido por meio de um modelo de fluxo de caixa descontado.

Cabe observar que uma das maiores dificuldades é incorporar na avaliação da empresa o valor das opções que serão concedidas no futuro. Essas podem ser estimadas como um percentual das receitas ou do lucro operacional, considerando-as como uma compensação anual e, nesse caso, os valores devem ser considerados como despesa operacional no cálculo do lucro operacional. Alternativamente, é possível tratar os valores como gastos de capital e amortizá-los por múltiplos períodos. (DAMODARAM, 2007)

Segundo Koller, Goedhart e Wessels (2005), as opções de ações afetam o valor da empresa de duas formas: o valor das opções que serão garantidas no futuro precisam ser capturados na projeção de fluxo de caixa futuro livre ou em um fluxo de caixa descontado separado. Quando capturado em projeções de fluxo de caixa livre, o valor futuro das opções garantidas é incluído no valor das operações, não devendo ser tratado como um item que não dá direito ao lucro da empresa (*nonequity claim*).

Quanto às opções em andamento, atualmente, devem ter seus valores estimados subtraídos do valor da empresa, como um item que não dá direito ao lucro (*nonequity claim*). Pode-se utilizar o valor de mercado para os modelos de valorização das opções ou a abordagem de valor de exercício, sendo o primeiro mais recomendável.

Em razão da importância e dos possíveis impactos das opções de compra de ações e compensações a funcionários nos modelos de avaliação de empresas, incluiu-se esse item na estrutura de avaliação de desempenho das companhias brasileiras objeto deste estudo.

#### 2.4.2.4. Intangíveis

São ativos não monetários identificáveis sem substância física, como o ágio, a marca, os funcionários, a especialização tecnológica etc (CPC, 2010). Os modelos de fluxo de caixa descontado conseguem capturar os valores desses intangíveis, diferentemente das regras contábeis que ou subestimam seu valor ou os ignoram por completo. (DAMODARAM, 2007).

A não evidenciação dos ativos intangíveis distorce alguns indicadores, como lucratividade, retorno sobre patrimônio líquido, capital, valor de mercado, do patrimônio

líquido e os múltiplos, como EVA e EBTIDA. Nos modelos de avaliações de empresas, muitas das informações são extraídas das demonstrações contábeis. Com isso, a avaliação dos ativos intangíveis sofre muitas das mesmas limitações que os indicadores contábeis, o que leva os analistas a darem mais atenção à forma como avaliar ou deixar de avaliar esses ativos. (DAMODARAM, 2007).

Existem três tipos de ativos intangíveis: os independentes e geradores de fluxo de caixa, os geradores de fluxo de caixa para toda a empresa e os com potencial para fluxos de caixa futuros. Os primeiros são mais simples de avaliar, pois estão atrelados a um único produto ou linha de produtos. Quanto aos outros, são mais difíceis de isolar e avaliar, por não gerarem fluxo de caixa por conta própria, apesar de suportarem a empresa na cobrança de preços mais altos para seus produtos.

Exemplos de ativos intangíveis independentes são marcas, direitos autorais e licenças; esses dão direito exclusivo para a empresa produzir um produto ou prestar um serviço, e seus valores são baseados nos retornos em excesso obtidos dessa exclusividade. Existem dois métodos para avaliar esses ativos: estimar o valor presente de seus fluxos de caixa, através de uma taxa de desconto que reflita as incertezas, ou pela aplicação de múltiplos das receitas e lucros que podem ser gerados a partir desses ativos. (DAMODARAM, 2007)

No que se refere aos ativos intangíveis geradores de fluxo de caixa para toda a empresa, apresenta-se no Quadro 24 as três formas de estimar os seus valores.

**QUADRO 24 – INTANGÍVEIS GERADORES DE CAIXA PARA TODA EMPRESA**

Forma	Observações
Capital Investido	Analisa-se o que a empresa investiu neste ativo ao longo do tempo, por exemplo, análise de gastos com propaganda, capitalização destes gastos, amortização etc. Pode ser uma avaliação menos subjetiva, todavia não contemplar o valor justo do ativo.
Fluxo de Caixa Descontado	Desconta-se os fluxos de caixa incrementais esperados. Isso implicará na separação das parcelas de fluxo de caixa de uma empresa que possam ser atribuídos ao intangível.
Avaliação Relativa	Compara-se como o mercado avalia uma empresa que possui este tipo de intangível com como ele avalia outras empresas similares que não possuem este ativo.

Fonte: Adaptado de Damodaram (2007)

Com vistas a uma melhor compreensão, exemplifica-se como essas formas podem ser aplicadas, a fim de estimar os valores dos intangíveis para refleti-los no valor de avaliação de uma empresa. Em se tratando de instituições de *private equity*, sabe-se que esses objetivam à maximização dos retornos; logo, a metodologia de avaliação por meio de capital investido não é a mais indicada. Dessa forma, observam-se exemplos de valorização de intangíveis utilizando-se as formas de fluxo de caixa descontado e avaliação relativa.

Em uma abordagem de fluxo de caixa descontado, é necessário isolar o efeito do intangível sobre o fluxo de caixa da empresa. Na prática, isso é difícil. No caso da marca por exemplo, seus efeitos podem ser sentidos por toda a empresa; então, como segregá-la? Existem duas formas: (a) comparação como uma empresa genérica e (b) uso de modelos de retornos em excesso.

No primeiro caso, compara-se o fluxo de caixa de uma empresa de marca a outra similar sem marca (empresa genérica), por meio de aproximações, como margem operacional, retorno sobre capital e retornos em excesso; isto é, os indicadores da empresa serão substituídos pelos da empresa sem marca, com vistas a identificar se os valores dos fluxos de caixa irão ou não aumentar. A segunda abordagem é aplicada quando não existe uma empresa genérica; nesse caso, atribui-se que todos os retornos em excesso são resultantes da marca.

A forma de estimar o valor de um intangível por meio de modelos de avaliação relativa que tentam extrair o valor de uma marca, analisando com o mercado, precifica as empresas com ou sem marca. Primeiramente, tenta comparar a empresa com uma empresa genérica, considerando que ambas são negociadas publicamente, pelo cálculo dos múltiplos de valor das operações (EV) de ambas. Ao tomar a receita, lucro operacional ou capital contábil como base, tem-se:

$$\text{Valor da marca} = [(EV/\text{Variável}) \text{ marca} - (EV/\text{Variável}) \text{ genérica}] \times \text{Variável marca}.$$

Ocorre que as instituições de *private equity* têm como objetivo, em sua maioria, investir em empresas fechadas, negócios inovadores, podendo não ter uma empresa genérica para realizar tal comparação. Nesse caso, é necessário regredir os múltiplos que as empresas negociam contra os fundamentos que determinam o valor. Assim, pode-se introduzir uma variável *dummy* de marca na regressão e capturar seu efeito sobre o valor. Seria então, obtido:

$$\text{Valor da marca} = [(EV/\text{Vendas}) \text{ marca} - (\text{Previsão } EV/\text{Vendas}) \text{ margem genérica}] \times \text{Vendas marca}.$$

Sobre isso, Damodaram (2007, p. 293) relata que “Os ativos intangíveis mais difíceis de se avaliar são aqueles com potencial de criar fluxos de caixa no futuro, mas que não os produzem agora”. Alguns exemplos são: patentes não desenvolvidas, reservas de recursos naturais, opção de expandir para novos mercados e produtos, opção de abandonar investimentos, optar por uma nova tecnologia etc. Esses têm características de opções, sendo melhor avaliados por meio de modelos de precificação de opções. Nesses casos, compara-se o valor presente do fluxo de caixa esperado derivado do intangível com o seu custo de desenvolvimento, a fim de avaliar se o retorno derivado daquele é maior que seu custo de desenvolvimento como apresentado no Quadro 25.

## QUADRO 25 – ETAPAS DA AVALIAÇÃO RELATIVA

ETAPA	DESCRIÇÃO
Identificação de investimentos similares	é uma das etapas mais críticas da avaliação relativa, porque, apesar de se utilizar uma empresa do mesmo setor, não é possível se ter uma empresa "igual" à outra (MARTELANC <i>et al.</i> , 2010), o que pode comprometer o resultado da avaliação (DAMODARAN, 2002).
Definição do múltiplo	embora a técnica consista em utilizar um índice (múltiplo) obtido a partir de variáveis existentes (e.g., Receitas, Ativos, EBTIDA), a amostra utilizada pode ser tendenciosa, não representativa do segmento ou ainda apresentar um desvio excessivo em torno da média.
Estimativa do valor	etapa derivada das anteriores, o que implica que, quanto melhor for a seleção das empresas comparáveis e dos múltiplos a serem utilizados, melhor é a estimativa do valor; em empresas de setores estabilizados, com múltiplos com baixo desvio em torno da média da amostra, os valores obtidos resultam de valores mais aproximados do potencial valor de mercado da empresa avaliada (TITMAN; MARTIN, 2010);
Ajuste da estimativa de valor	tem como finalidade melhorar a qualidade do valor estimado (como não existe uma empresa igual à outra independentemente do nível de similaridade entre setores ou segmentos de atuação, ajustes devem ser feitos para evitar efeitos como o da heterocedasticidade da amostra, que pode causar distorções na média dos múltiplos calculados.

Fonte: Marques e Souza (2012, p. 8)

Pelo fato de os intangíveis serem importantes e impactarem os modelos de avaliação de empresas, inclui-se esse item na estrutura de avaliação de desempenho das companhias brasileiras objeto desta pesquisa.

### 2.4.2.5. Dívida conversível

Dívidas conversíveis são títulos de dívida conversíveis de instituições que podem ser trocados por ações preferenciais a um índice pré-determinado de conversão, tendo o instrumento uma opção de conversão a ser exercida a critério do detentor do título.

Em razão disso, têm valor significativo e não devem ser tratados como uma simples dívida nos modelos de avaliação de empresas. Se essa opção conversível tiver mercado ativo, pode-se utilizar seu valor de mercado no modelo de avaliação, se não, pode-se utilizar um modelo de opção de conversão de dívida, por exemplo, “Black-Scholes, ou uma abordagem de valor de conversão que assume que todos os títulos conversíveis serão trocados por ações”. (KOLLER; GOEDHART; WESSELS, 2005)

Ao considerar a importância e os possíveis impactos das dívidas conversíveis nos modelos de avaliação de empresas, inclui-se esse item na estrutura de avaliação de desempenho das companhias brasileiras objeto deste estudo.

#### *2.4.2.6. Passivo com plano de pensão e outros passivos pós emprego*

Os planos de pensão podem ser de contribuição definida, benefício definido ou misto. Nos planos de contribuição definida, o funcionário receberá sua aposentadoria até o limite das contribuições, parte empresa e parte empregado. No caso do benefício definido, fica garantido que ele receberá certo valor até o final de sua vida.

Logo, se a expectativa de pagamentos for maior do que os valores de contribuição, a empresa terá que arcar com essa diferença, o que resulta na necessidade de reconhecimento de um passivo em suas demonstrações financeiras. O plano misto traz componentes dos dois tipos, devendo ser segregada a parte relativa ao benefício definido para identificar a existência ou não de um passivo de plano de pensão.

Segundo Koller, Goedhart e Wessels (2005), os passivos de plano de pensão devem ser tratados como equivalentes de dívida, o que pode fazer bastante diferença quando se calcula o valor do patrimônio líquido de uma empresa. Os passivos de plano de pensão são estimados através de cálculos atuariais, evidenciados e/ou divulgados nas demonstrações financeiras.

Todavia, o valor lá apresentado não deve ser utilizado, pois não inclui ganhos e perdas de capital dos ativos dos fundos e nem mudanças recentes nos passivos dos fundos. Muitas vezes, essas informações estão disponíveis somente nas notas explicativas da empresa ou nas demonstrações financeiras dos próprios fundos de pensão.

Ao considerar a importância e os possíveis impactos dos passivos de fundo de pensão e outros passivos pós-emprego nos modelos de avaliação de empresas, incluiu-se esse item na estrutura de avaliação de desempenho das companhias brasileiras objeto desta pesquisa.

#### *2.4.2.7. Dificuldades financeiras*

Quando da avaliação de uma empresa, independentemente do método utilizado, considera-se implicitamente que essa está em continuidade operacional e que qualquer dificuldade financeira é temporária. Entretanto, cabe observar que se não for temporária, a empresa não sobreviverá para alcançar o valor terminal, sendo relevante, então, atentar para as possíveis consequências disso e como se refletiria nos modelos de avaliação de empresas.

Dificuldades financeiras derivam da incapacidade de as empresas pagarem seus juros e/ou o principal. Muitas vezes, não é possível identificar essa incapacidade somente lendo o balanço patrimonial e as notas explicativas relacionadas a empréstimos, financiamentos. Desse modo, é necessário entender a fonte dos recursos para pagamentos de tais dívidas,

como lucro operacional ou capital, se as dívidas foram ou estão sendo negociadas, se foram pagas com a aquisição de outras dívidas, se houve quebra de *covenants*, entre outras coisas.

As consequências derivadas das dificuldades financeiras são, praticamente: a necessidade de os proprietários terem que aportar capital para liquidar suas dívidas, risco de imagem e possível falência. Em 2014, por exemplo, o fundo Tiger Woods teve que aportar capital na empresa brasileira B2W, para que essa pudesse pagar suas dívidas e continuar operando no negócio de vendas pela internet. Em anos anteriores, esses já haviam aportado capital com o mesmo propósito.

Nessa esteira, Damodaram (2007, p. 418) relata que “a possibilidade, e os custos de dificuldades financeiras são importantes demais para serem ignorados na avaliação de empresas”. Dessa forma, é importante avaliar como essas dificuldades devem ser tratadas na obtenção do valor da empresa onde se pretende investir.

Se essas necessidades forem percebidas na avaliação da empresa e corretamente mensuradas provavelmente, não haverá grandes perdas. Contudo, caso não estejam no momento da avaliação da empresa quando da aquisição da participação, o fundo terá incorrido em perdas, deixando de maximizar seus ganhos e, conseqüentemente, o capital dos seus investidores.

Dificuldades financeiras afetam a imagem da empresa, pois geram uma impressão para o mercado de que o negócio não é sólido, não é rentável, não foi bem administrado, entre outros. Isso cria um clima de desconfiança que afeta as operações, os clientes, os funcionários, os fornecedores, entre outros.

Quanto à falência, observa-se que, caso isso ocorra, a empresa terá que liquidar seus ativos por preços geralmente inferiores do que os preços de mercado para pagar os credores em geral, e somente depois disso, distribuir o que sobrar para os proprietários.

Nota-se que a taxa de desconto no modelo de fluxo de caixa é usada para ajustar o risco; empresas mais arriscadas têm custo de patrimônio líquido mais alto do que empresas seguras, e a priori, de menor valor. Se a dificuldade é causada pelo alto grau de alavancagem, isso traz um aumento do custo do patrimônio líquido. Se o custo da dívida está baseado na taxa de empréstimo, essa também tende a subir no caso de dificuldades financeiras. E apesar de considerar que a empresa gera fluxo de caixas na perpetuidade, o valor terminal presente tende a ser muito pequeno. (DAMODARAM, 2007).

Na avaliação pelo fluxo de caixa descontado, as dificuldades financeiras são consideradas por meio de ajuste nas taxas de desconto e nos fluxos de caixa esperados. Isso considerando que não há possibilidade de falência, e que, por se tratar de um bom negócio, haverá acesso ao

mercado de capitais para se levantar recursos por meio dívida ou por meio de emissões de ações em tempos difíceis.

Quanto ao fluxo de caixa esperado, para seu ajuste e das dificuldades financeiras, é necessário calcular a probabilidade de dificuldades financeiras a cada ano, refletir isso por meio de uma redução nos fluxos de caixa esperados, não só do ano de probabilidade de dificuldades, mas também de anos seguinte, isto é, fazer a análise dessa probabilidade de forma acumulada. Deve-se também estimar as probabilidades de que a empresa não sobreviverá aos fluxos de caixa esperados, considerando todos os cenários possíveis, dos mais otimistas aos mais pessimistas. Assim:

Fluxo de caixa esperado = (Fluxo de caixa continuidade) x (probabilidade de que a empresa estará em continuidade operacional em certo período) + (Fluxo de caixa dificuldades) x (1- probabilidade de que a empresa estará em continuidade operacional em certo período). (DAMODARAM, 2007)

Quanto às taxas de desconto em avaliações convencionais, calcula-se o custo do patrimônio através de um beta de regressão, e o custo da dívida através de juros das obrigações. Como os betas de regressão são baseados em períodos passados e as dificuldades financeiras em períodos mais curtos, a utilização de betas de regressão não é a mais adequada. Calcular o custo da dívida pelas taxas históricas de juros das obrigações também não é indicado, pois o custo da dívida dos períodos seria um custo convencional, custo esse que aumentará, caso a empresa depre-se com dificuldades financeiras.

Para calcular o custo do patrimônio líquido, existem duas opções que fornecem estimativas mais razoáveis que do que o beta de regressão: betas de CAPM ajustados para dificuldades financeiras e modelos de fator de dificuldades financeiras. (DAMODARAM, 2007)

No que se refere à primeira opção, em vez de betas de regressão, utiliza-se a média ponderada dos betas não alavancados de negócios que a empresa opera e a razão dívida sobre o patrimônio líquido atual da empresa. No que tange à segunda, além do fator padrão para risco de mercado, acrescenta-se, separadamente, um fator de dificuldades ao custo do patrimônio, tornando-o, para empresas com dificuldades financeiras, muito maior do que o de empresas saudáveis. (DAMODARAM, 2007)

O exposto anteriormente é o reflexo do impacto das dificuldades financeiras na avaliação de empresas, adotando-se a premissa de continuidade operacional. No entanto, quando se estima que a empresa será incapaz de fazer seus pagamentos e deixará de existir, é necessário calcular os ganhos no caso de uma liquidação, que podem ser estimados de três formas: (a)

valor presente dos fluxos de caixa esperados, considerando que a liquidação gerará somente um percentual do fluxo de caixa – inferior a 100%; (b) calcular o fluxo de caixa somente dos ativos existentes sem perpetuidade, desconsiderando futuros investimentos; (c) calcular com base em um percentual do valor contábil dos ativos, fundamentado na experiência de outras empresas com dificuldades financeiras. (DAMODARAM, 2007)

Quanto ao impacto das dificuldades financeiras nas avaliações relativas, é necessário adaptar as empresas comparáveis ou os múltiplos. No primeiro caso, procura-se um grupo de empresas com dificuldades financeiras do mesmo ramo de negócios, e examina-se o quanto o mercado está disposto a pagar por elas. No segundo, ajusta-se os múltiplos para as dificuldades financeiras e examina-se, por exemplo, os múltiplos de receita, lucro operacional e EBTIDA pelo qual empresas com diferentes classes de rating negociam, para obter uma medida de desconto que está sendo aplicada pelo mercado, no que concerne ao grau de dificuldade financeira ao qual a empresa está exposta. (DAMODARAM, 2007)

As dificuldades financeiras são relevantes e trazem impactos importantes aos modelos de avaliação de empresas; assim, incluiu-se esse item na elaboração da estrutura de avaliação de desempenho das companhias brasileiras objeto desta pesquisa.

## 2.5 DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES CONTÁBEIS

Conforme Hendriksen e Van Breeda (1992, p. 51), “A contabilidade é verdadeiramente um produto do mundo”. Ela nasceu de uma necessidade prática, e existe porque se pensa na sua utilidade; logo, sua história reflete a habilidade de respostas para as mudanças sociais.

### 2.5.1 O OBJETIVO DA CONTABILIDADE

Hendriksen e Van Breda (1992, p. 33, tradução nossa) afirmam que “Nós não sabemos quem inventou a contabilidade. Nós sabemos, entretanto, que o sistema de partidas dobradas começou a aparecer durante os séculos 13 e 14 em diversos centros comerciais no norte da Itália”.

O aparecimento da contabilidade, em sua maior parte, resultou da necessidade de os comerciantes terem conhecimento de suas posses, propriedades, obrigações e pagamentos. Um marco para a contabilidade foi o início da produção em grande escala; naquele período, ela era definida como um instrumento que possibilitava periodicamente o encontro de custos e receitas, com vistas a calcular o resultado.

Segundo Glautier, Underdown e Morris (2011), a contabilidade está migrando do seu objetivo tradicional, que era registrar e manter informações financeiras e trabalhos relacionados, por exemplo, preparação de informações gerenciais, para um que enfatiza a sua importância social.

A contabilidade nos Estados Unidos da América, no início, estava voltada aos credores, depois, ao fornecimento de informações aos investidores e, atualmente, ao fornecimento de informações financeiras para a tomada de decisões. (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1992).

Como resultado de diversas crises financeiras e instabilidade do mercado financeiro, órgãos de classe passaram, de forma mais enfática, a versar sobre contabilidade e temas contábeis. O *American Institute of Certified Public Accountants* – AICPA apresentou a definição de que: “Contabilidade é a arte de registro, classificação e sumarização, de uma maneira significativa e em termos monetários, de transações, eventos, que são, em parte no mínimo, caracteres financeiros e interpretação de resultados”. (GLAUTIER; UNDERDOWN; MORRIS, 2011, p. 11, tradução nossa).

O *Accounting Standard Board*, criado posteriormente, trouxe uma definição mais recente e menos restritiva de contabilidade: “Informações sobre o reporte da performance financeira da entidade e sua posição financeira que é útil a um grande range de usuários para acessar a orientação da administração e para tomada de decisões econômicas.” (GLAUTIER; UNDERDOWN; MORRIS, 2011, p. 11, tradução nossa).

A partir daquela época, a contabilidade deixou de ser restrita ao uso privado, privilegiado da informação, passando a ter um objetivo de bem estar social, objetivo esse que, na sua essência, perdura até os dias de hoje. Então, atualmente, o objetivo da contabilidade é a prestação de contas da empresa à sociedade, por meio de números e palavras, visando a possibilitar que os indivíduos, no geral, formem seus conceitos sobre elas, podendo tomar suas próprias decisões.

Como já relatado, o aparecimento da contabilidade, em sua maior parte, resultou da necessidade de os comerciantes terem conhecimento de suas posses, propriedades, obrigações e pagamentos.

Hoje, ela está muito relacionada à prestação pública de contas. Contudo, como foi desenvolvida para fins administrativos e não para investidores, ainda está muito voltada para fins internos e para a administração da companhia, mesmo com o esforço dos órgãos reguladores em tentar fazê-la útil para o público em geral, isto é, *stakeholders*, investidores, credores, funcionários, órgãos de fiscalização etc.

A informação contábil representa as transações econômicas da empresa, sendo dessa forma, útil para os *stakeholders*, mas a sua essência ainda está muito impregnada pela visão interna dos administradores e proprietários. Com as mudanças no objetivo da contabilidade, passando a ser um instrumento de prestação pública de contas, foi necessária a criação de um sistema de informação uniforme. Para tanto, os países, de um modo geral, adotaram estruturas conceituais que estabelecem os conceitos que fundamentam a elaboração e a apresentação de demonstrações contábeis e relatórios financeiros destinados a usuários externos.

#### 2.5.2 CONTABILIDADE COMO UM SISTEMA DE INFORMAÇÃO

Se a essência da contabilidade atualmente é fornecer informações que proporcionem aos usuários tomar suas decisões, é relevante entender que a necessidade desses usuários é que determina o funcionamento do sistema de informação contábil. Desse modo, entender essas necessidades é determinante na produção de informações contábeis úteis.

O Quadro 26 apresenta os grupos de pessoas têm interesse nas informações contábeis e financeiras

**QUADRO 26 – GRUPOS E SEUS PRINCIPAIS INTERESSES NAS INFORMAÇÕES CONTÁBEIS E FINANCEIRAS**

Grupo	Principais interesses
Proprietários e investidores	Rentabilidade da empresa, distribuição de dividendos, retorno do capital investido, como a empresa tem sido administrada.
Administração	Rentabilidade da empresa, bem estar social causado por esta, suporte para planejamento, organização e controle das atividades, sua própria remuneração.
Funcionários	Responsabilidade social e econômica da empresa, como a empresa tem sido administrada, rentabilidade, participação nos resultados.
Governo	Atividades de negócios da empresa, volume de vendas, lucro, estoques, liquidez, nível dos dividendos, impostos, futuros investimentos, previsões futuras sobre a performance financeira.
Credores	Rentabilidade, liquidez, capacidade de pagamento,
Comunidade local	Como a empresa afeta a estrutura sócio econômica local, nível de empregos concedidos, problemas ambientais, benefícios sociais.
Clientes	Política de preços, custos, margens, rentabilidade, impostos

Fonte: Adaptado de Glautier, Underdown e Morris (2011)

Os relatórios contábeis precisam ter o potencial de influenciar as decisões e ações. Caso isso não ocorra, não justifica o custo de produzi-los; por isso, tradicionalmente, têm sido preparados para proprietários e investidores, que são os que mais demonstram ser sensíveis ao poder de influência das informações contábeis fornecidas em suas tomadas de decisões.

Todavia, a contabilidade não pode beneficiar uns em detrimento de outros, não pode perder o seu objetivo principal, que é proporcionar informações suficientes que possam influenciar a tomada de decisão dos usuários em geral, independentemente de serem ou não os investidores. Em razão disso, os principais reguladores mundiais desenvolveram uma estrutura conceitual para a preparação de demonstrações e relatórios financeiros.

Nesse sentido, o IASB (2010, p. 5) e o CPC (2011, p. 4) informam que:

Esta Estrutura Conceitual estabelece os conceitos que fundamentam a elaboração e a apresentação de demonstrações contábeis destinadas a usuários externos. A finalidade desta Estrutura Conceitual é:

- (a) dar suporte ao desenvolvimento de novos Pronunciamentos Técnicos, Interpretações e Orientações e à revisão dos já existentes, quando necessário;
- (b) dar suporte à promoção da harmonização das regulações, das normas contábeis e dos procedimentos relacionados à apresentação das demonstrações contábeis, provendo uma base para a redução do número de tratamentos contábeis alternativos permitidos pelos Pronunciamentos, Interpretações e Orientações;
- (c) dar suporte aos órgãos reguladores nacionais;
- (d) auxiliar os responsáveis pela elaboração das demonstrações contábeis na aplicação dos Pronunciamentos Técnicos, Interpretações e Orientações e no tratamento de assuntos que ainda não tenham sido objeto desses documentos;
- (e) auxiliar os auditores independentes a formar sua opinião sobre a conformidade das demonstrações contábeis com os Pronunciamentos Técnicos, Interpretações e Orientações;
- (f) auxiliar os usuários das demonstrações contábeis na interpretação de informações nelas contidas, elaboradas em conformidade com os Pronunciamentos Técnicos, Interpretações e Orientações; e
- (g) proporcionar aos interessados informações sobre o enfoque adotado na formulação dos Pronunciamentos Técnicos, das Interpretações e das Orientações.

O pronunciamento de estrutura conceitual do IASB apresenta, além do objetivo do relatório contábil-financeiro de propósito geral e das características qualitativas das informações financeiras úteis, a definição, o reconhecimento e a mensuração dos elementos a partir dos quais as demonstrações contábeis são elaboradas, os conceitos de capital e de manutenção de capital.

A estrutura conceitual do FASB não apresenta finalidades específicas. Deriva de um projeto em conjunto entre IASB e FASB que não está completo ainda. Destarte, somente apresenta o objetivo do relatório contábil-financeiro de propósito geral e as características qualitativas das informações financeiras úteis. Observa-se ainda, que alguns aspectos desse relatório podem não estar de acordo com os princípios geralmente aceitos nos Estados Unidos (USGAAP), devendo, então, ser utilizado o conceito apresentado no pronunciamento específico sobre tal assunto.

Nesse sentido, o FASB (2010, p. 4) aponta que:

A Estrutura conceitual é um sistema coerente de objetivos inter-relacionados e conceitos fundamentais que prescrevem a natureza, funções e limites da contabilidade financeira e de reporte e que é esperado que levem a um guia consistente. Ele pretende servir de interesse público fornecendo estrutura e direção para a contabilidade financeira e reporte a fim de facilitar provisão de finanças e informações relacionadas sem viés. Aquela informação ajuda o capital e outros mercados a funcionar eficientemente na alocação de recursos escassos na economia e sociedade. (tradução nossa)

Esses *frameworks* estabelecem os objetivos das demonstrações financeiras, como relatam o FASB (2010, p. 11), o IASB (2010, p. 7) e o CPC (2011, p. 8):

O objetivo do relatório contábil-financeiro de propósito geral é fornecer informações contábil-financeiras acerca da entidade que reporta essa informação que sejam úteis a investidores existentes e em potencial, a credores por empréstimos e a outros credores, quando da tomada decisão ligada ao fornecimento de recursos para a entidade. Essas decisões envolvem comprar, vender ou manter participações em instrumentos patrimoniais e em instrumentos de dívida, e a oferecer ou disponibilizar empréstimos ou outras formas de crédito. (tradução nossa)

Os relatórios contábeis representam as operações e transações econômicas das empresas, sendo, dessa forma, muito úteis na tomada de decisões de investidores existentes ou em potencial e de credores existentes ou em potencial. Todavia, em algumas situações, as informações registradas, evidenciadas e divulgadas nesses relatórios precisam ser especialmente tratadas, a fim de alcançar objetivos específicos, como, por exemplo, na determinação do valor da empresa, que é o objeto deste estudo.

Nessa esteira, o CPC (2011, p. 9) pontua que:

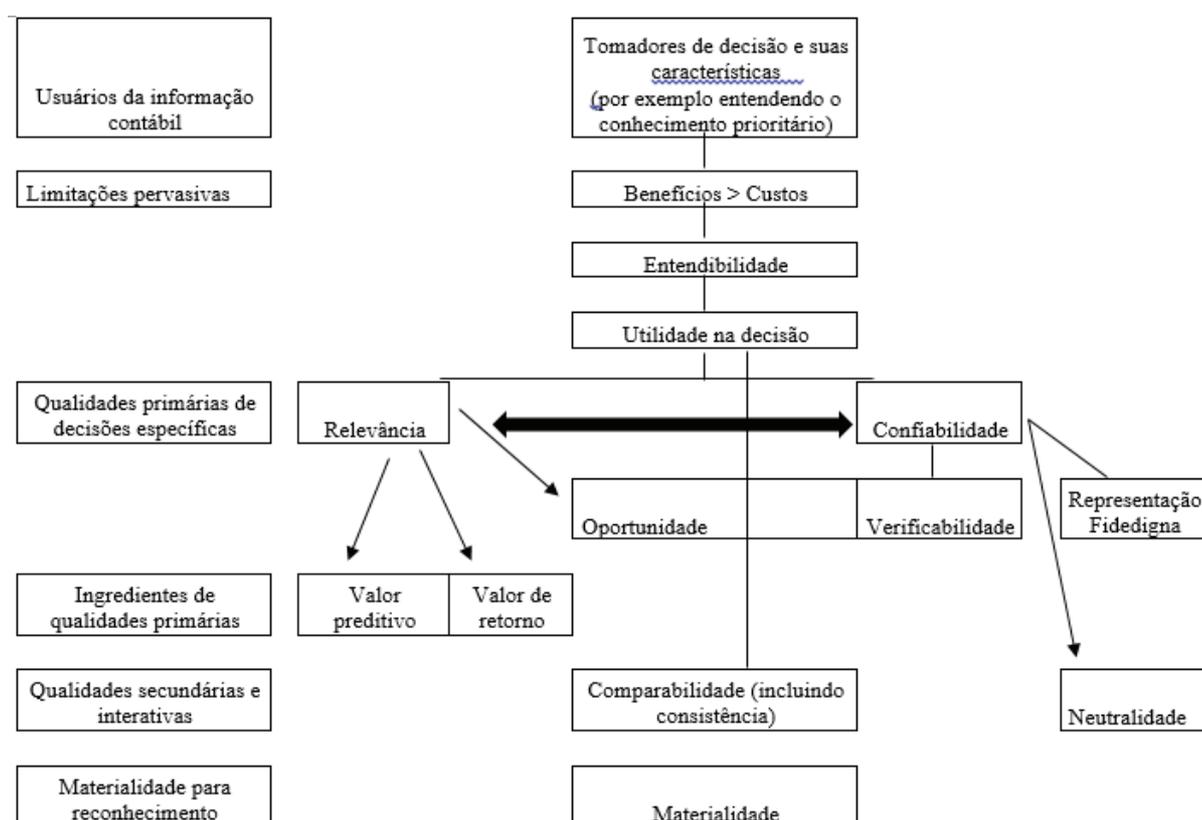
Relatórios contábil-financeiros de propósito geral não são elaborados para se chegar ao valor da entidade que reporta a informação; a rigor, fornecem informação para auxiliar investidores, credores por empréstimo e outros credores, existentes e em potencial, a estimarem o valor da entidade que reporta a informação.

Como o objetivo dos relatórios-contábil financeiros de propósito geral não é estimar o valor da empresa, quando o objetivo for uma avaliação de empresa, é necessário observar o que propõem as estruturas conceituais, principalmente no que se refere às características qualitativas da informação contábil-financeira.

### 2.5.3 AS CARACTERÍSTICAS QUALITATIVAS DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL-FINANCEIRA ÚTIL

“As características qualitativas são propriedades da informação, que as tornam úteis para os usuários tomarem suas decisões”. (CPC, 2011; IASB, 2010; FASB, 2010; GLAUTIER; UNDERDOWN; MORRIS, 2011). Essas são classificadas entre específica para uso e específica para decisão: as primeiras são aquelas de interesse geral, por exemplo, data base, períodos apresentados, atividade da companhia etc; e as outras, as que influenciam decisões particulares, como custos fixos, custos variáveis, depreciação etc, conforme apresentado na Figura 3. (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1992)

**FIGURA 3 – HIERARQUIA DAS QUALIDADES CONTÁBEIS**



Fonte: Hendriksen e Van Breda (1992, p. 132)

Primeiramente, a informação contábil tem que ser útil aos usuários em geral para tomada de decisões, sendo importante considerar que é necessário ter mais benefícios do que custos em produzi-las. Os relatórios financeiros devem contemplar informações de interesse geral de

fácil interpretação, para todo tipo de usuário, e apresentar informações específicas para a tomada de decisão, devendo, então, ser relevantes e confiáveis.

Para que os usuários as considerem relevantes na tomada de decisão, devem ter características primárias, representar fidedignamente o que se propõem a representar, ser verificáveis, atuais, trazer valores preditivos e de retorno. Para tomar decisões, geralmente, os usuários aplicam procedimentos analíticos, fazem comparação e, nesses casos, é importante que as informações contábil-financeiras tenham outras características, como ser comparáveis, neutras e livres de viés.

Os relatórios contábil-financeiros fornecem informação sobre os recursos econômicos da entidade, reivindicações contra essa, os efeitos de transações e outros eventos e condições que modificam esses recursos e reivindicações. Dessa forma, como esses têm que ser úteis na tomada de decisões, precisam contemplar valores e informações relevantes, fidedignos, tempestivos, compreensíveis, verificáveis e comparáveis, características qualitativas que são representadas no Quadro 27. (CPC, 2011).

**QUADRO 27 – CARACTERÍSTICAS QUALITATIVAS DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL-FINANCEIRA ÚTIL**

Características fundamentais	Conceito
Relevância	Capaz de fazer diferença nas decisões que possam ser tomadas pelos usuários, observando que esta pode ser relevante qualitativamente ou quantitativamente, isto é ser material. A omissão ou sua divulgação distorcida pode influenciar decisões que os usuários tomam.
Representação fidedigna	Representar com fidedignidade o fenômeno que se propõe representar, a realidade para ser fidedignamente retratada precisa ter três atributos, tem que ser completa, neutra e livre de erro.
Características de melhoria	Conceito
Comparabilidade	A informação possa ser comparada com informação similar sobre outras entidades e com informação similar sobre a mesma entidade para outro período ou para outra data.
Verificabilidade	Assegura aos usuários que a informação representa fidedignamente o fenômeno econômico que se propõe representar, isto é, diferentes observadores, cômicos e independentes, podem chegar a um consenso, embora não cheguem necessariamente a um completo acordo.
Tempestividade	Ter informação disponível para tomadores de decisão a tempo de poder influenciá-los em suas decisões.

Características fundamentais	Conceito
Compreensibilidade	Classificação, caracterização e apresentação da informação com clareza e concisão.

Fonte: Adaptado de CPC (2011); FASB (2010); IASB (2010)

### 2.5.3.1 Relevância

Como relatam Hendriksen e Van Breda (1992), ser relevante é fazer a diferença; a informação relevante é aquela que afeta metas, entendimentos, análises, decisões, mesmo que os usuários decidam não usá-la. A informação pode ser definida como dados que têm um efeito surpresa no receptor; se não trazer esse efeito, trata-se somente de dados, então, não é relevante, conseqüentemente, não deve ser apresentada.

A divulgação de que a empresa possui um passivo atuarial derivado de um plano de pensão de benefício definido, por exemplo, é uma informação relevante. Contudo, um banco que pretende conceder um empréstimo de curto prazo para a empresa pode decidir não utilizar essa informação na análise de concessão do crédito, por entender que se trata de um item de muito longo prazo e que não afetará a capacidade de a entidade honrar seus compromissos de curto prazo.

Ao considerar esse exemplo, pode-se inferir que a informação relativa a um passivo atuarial de plano de pensão é relevante, porque ela tem valor preditivo, indica uma possível saída de recursos a longo prazo e valor confirmatório, demonstrando o impacto de a empresa ter esse tipo de operação.

Nesse sentido, Lima (2010, p. 48), afirma que “é imprescindível que se procure na divulgação de informações qualitativas, considerar a importância e a capacidade de adicionar conteúdo relevante as informações publicadas ao usuário”.

Informações relevantes são informações particulares da entidade e do segmento em que essa atua, e que demonstram um relacionamento entre seus valores preditivos e confirmatórios, sem deixar de lado os montantes envolvidos, isto é, a questão da materialidade.

### 2.5.3.2 Representação fidedigna

Sobre isso, o CPC (2011), o IASB (2010) e o FASB (2010) relatam que:

Para ser útil, a informação contábil-financeira não tem só que representar um fenômeno relevante, mas tem também que representar com fidedignidade o fenômeno que se propõe representar. Para ser representação perfeitamente

fidedigna, a realidade retratada precisa ter três atributos. Ela tem que ser completa, neutra e livre de erro. É claro, a perfeição é rara, se de fato alcançável. O objetivo é maximizar referidos atributos na extensão que seja possível.

Informação completa é aquela que não contempla omissões, reflete toda a transação do evento econômico, devendo também ser livre de erros. Uma informação neutra é aquela que não é tendenciosa, livre de viés, não foi escolhida com um propósito específico, não privilegia alguns em detrimento de outros. Segundo Glautier, Underdown e Morris (2011), se uma informação foi preparada e escolhida para influenciar o julgamento e a tomada de decisão do usuário, ela não é neutra.

Desse modo, o CPC (2011), o IASB (2010) e o FASB (2010) entendem que:

Um retrato neutro da realidade econômica é desprovido de viés na seleção ou na apresentação da informação contábil-financeira. Um retrato neutro não deve ser distorcido com contornos que possa receber dando a ele maior ou menor peso, ênfase maior ou menor, ou qualquer outro tipo de manipulação que aumente a probabilidade de a informação contábil-financeira ser recebida pelos seus usuários de modo favorável ou desfavorável.

O reconhecimento de um ativo e passivo respectivo derivado de um contrato de aluguel com as características apresentadas no Quadro 28 é um exemplo de representação fidedigna. O documento legal oficializa um aluguel, mas as características da transação levam a acreditar que o evento econômico é um financiamento, um arrendamento mercantil financeiro.

#### **QUADRO 28 – CARACTERÍSTICAS DE UM CONTRATO DE ARRENDAMENTO MERCANTIL**

a) Opção de compra ao final do contrato por um valor residual irrisório.
b) O contrato de aluguel representa 85% da vida útil do bem.
c) O valor presente dos pagamentos mínimos é 80% do valor justo do ativo.
d) O ativo foi construído especificamente para a entidade.

Fonte: Da autora.

Observa-se que o registro do contrato como um arrendamento mercantil financeiro faz com que a informação seja fidedigna. Isso porque, apesar de legalmente se tratar de um aluguel, a essência econômica da transação é de um financiamento de longo prazo, um arrendamento mercantil financeiro. Assim, é necessário registrar os respectivos ativos e passivos, para que a informação se torne completa e livre de erros. Pode acontecer que, embora seja um arrendamento mercantil financeiro, registrar um contrato de aluguel seja a

intenção da empresa, a fim de apresentar um valor de dívida menor, perdendo, então, sua neutralidade.

A representação fidedigna é um retrato completo, livre de erros e de viés, neutro, de um fenômeno econômico e de uma transação ocorrida.

### 2.5.3.3 Comparabilidade

A informação contemplará a característica qualitativa de melhoria de comparabilidade, se puder ser comparada com informação similar sobre outras entidades e com informação similar sobre a mesma entidade, para outro período ou outra data.

Nesse sentido, Glautier, Underdown e Morris (2010, p. 344) entendem que:

Usuários devem ter a possibilidade de comparar as demonstrações financeiras de uma entidade por períodos a fim de identificar tendências na sua posição financeira e performance. Usuários também devem ter a possibilidade de comparar as demonstrações financeiras de diferentes entidades a fim de avaliar sua posição financeira relativa, performance e adaptabilidade financeira. (tradução nossa)

A possibilidade de comparação torna-se mais fácil quando há consistência e adequada divulgação nas demonstrações financeiras.

Sobre isso, o CPC (2011), o IASB (2010) e o FASB (2010) informam que: “Consistência refere-se ao uso dos mesmos métodos para os mesmos itens, tanto de um período para outro considerando a mesma entidade que reporta a informação, quanto para um único período entre entidades.”

A informação ser consistente não implica que ela não possa ser mudada. Se uma empresa avalia um item do estoque a custo, mas identifica que esse tem um valor inferior ao seu valor de venda, terá que passar a avaliá-lo pelo seu valor de realização. Isso não implica que a informação passou a ser inconsistente; apenas houve uma mudança para que a informação continuasse sendo fidedigna. Nesses casos, é prudente que essa mudança de prática contábil seja divulgada nos relatórios contábeis financeiros, para que não se perca a comparabilidade.

Divulgação de forma adequada também é um pré-requisito para possibilitar a comparação das informações; se uma informação não é apresentada, divulgada, não é possível de ser comparada. A representação fidedigna é um suporte nesse ponto, pois faz com que a informação seja apresentada na sua melhor forma.

Glautier, Underdown e Morris (2010) comentam que a uniformidade entre os relatórios financeiros das empresas é comum, visto que tange às práticas contábeis adotadas; essas não querem se diferenciar ou parecer diferentes. Nesse caso, o mercado entende que ser igual é

melhor. Com isso, as firmas tendem a uniformizar procedimentos contábeis, conceitos de mensuração, classificações, métodos e divulgações, utilizando um formato modelo de demonstrações financeiras.

Ressalta-se, porém, que comparabilidade não é ter informações iguais, uniformes; não é possível fazer com que coisas diferentes se pareçam iguais para que sejam comparáveis. (CPC, 2011; IASB, 2010; FASB, 2010). Uma das principais características da contabilidade é possibilitar que os usuários façam análise, julgamento e previsões; mas isso fica prejudicado quando as empresas se apoiam nos conceitos de comparabilidade, uniformidade, para, na verdade, ter suporte para optar pelo mais conveniente.

A comparabilidade depende de consistência, reconhecimento, evidenciação e divulgação adequada das informações contábeis, que devem refletir as particularidades da entidade. Assim, possibilita ao usuário desenhar procedimentos analíticos e, ao exercer seu julgamento, conseguir as informações necessárias para a tomada de decisão.

#### 2.5.3.4 Verificabilidade

O CPC (2011), o IASB (2010) e o FASB (2010) pontuam que:

A verificabilidade ajuda a assegurar aos usuários que a informação representa fidedignamente o fenômeno econômico que se propõe representar. A verificabilidade significa que diferentes observadores, cômicos e independentes, podem chegar a um consenso, embora não cheguem necessariamente a um completo acordo, quanto ao retrato de uma realidade econômica em particular ser uma representação fidedigna.

A verificabilidade possibilita ao usuário checar a natureza, os valores envolvidos e a fonte de certa informação para avaliar se é ou não confiável. A verificação pode ser direta, por exemplo, uma inspeção documental, ou indireta, como um recálculo, uma comparação.

#### 2.5.3.5 Tempestividade

Tempestividade é ter a informação no momento oportuno e da forma como essa é útil. Nesse sentido, o CPC (2011), o IASB (2010) e o FASB (2010) afirmam que “tempestividade significa ter informação disponível para tomadores de decisão a tempo de poder influenciá-los em suas decisões. Em geral, a informação mais antiga é a que tem menos utilidade.” Para Lima (2010), se uma informação não for publicada a tempo de fornecer aos usuários uma maior segurança na tomada de decisão, ela não é tempestiva.

### 2.5.3.6 Compreensibilidade

Relatórios contábil-financeiros são elaborados para usuários que têm conhecimento razoável de negócios, de atividades econômicas e que revisem e analisem a informação diligentemente. Logo, para esses, devem ser disponibilizadas informações compreensíveis. (CPC, 2011; IASB, 2010; FASB, 2010)

Informações compreensíveis são objetivas, concisas, claras, que possibilitam uma boa interpretação do conteúdo, da análise e da formação de julgamento, que não gerem dúvidas, confusões e erros de interpretação.

Sobre isso, Lima (2010, p. 54) assevera que:

As informações contábeis divulgadas nos demonstrativos contábeis precisam ser complementadas de forma qualitativa e quantitativa, ou seja, devem receber comentários adicionais, relatórios ou demonstrativos que descrevem a atividade e forneçam subsídios para a interpretação dos dados quantitativos publicados no escopo dos demonstrativos. A evidenciação adicional deverá ser suficiente para que os usuários da informação contábil sintam-se capazes de realizar uma avaliação mais abrangente possível da empresa.

Nesse mesmo sentido caminha este estudo: identificar a necessidade de informação dos investidores de *private equity* no que tange à avaliação de empresa. Avaliar se a disponibilidade de informação quantitativa e qualitativa apresentada nas demonstrações financeiras de uma empresa e nos seus relatórios contábil-financeiros é suficiente, se tem a qualidade para o objetivo proposto, e se da forma como se apresenta é suficiente para que sejam relevantes, fidedignas, comparáveis, verificáveis, tempestivas e compreensíveis. Avaliar então, se essas são úteis na tomada de decisão dos investidores de *private equity* e suficientes, ou se informações ou demonstrativos adicionais seriam necessários para auxiliar de forma mais objetiva o processo de avaliação de uma empresa.

### 2.5.4 EVIDENCIAÇÃO CONTÁBIL E DIVULGAÇÃO DA INFORMAÇÃO FINANCEIRA

A contabilidade, como já comentando anteriormente, é mais do que um sistema de partidas dobradas; é uma forma de comunicação com a sociedade, que se dá por meio de números e palavras. Assim, além do reconhecimento de transações, fenômenos econômicos, operações nas demonstrações financeiras de uma empresa, representados numericamente, quantitativamente, é importante que as palavras também representem de forma qualitativa tais transações, operações e fenômenos econômicos. Isso só é possível pela evidenciação e divulgação.

Evidenciar é tornar evidente, comprovar, demonstrar, destacar, provar, realçar, e divulgar é tornar público, dar a saber a muitos, difundir, propagar. (Aurélio, 2013). A diferença entre ambos os verbos, de forma semântica, é pequena: evidenciar se resume em comprovar, demonstrar, e divulgar, em tornar público, propagar. Dessa maneira, é possível comprovar, demonstrar para uma única pessoa; porém, evidenciar para muitas pessoas é difundir, divulgar. Observa-se, então, que os conceitos de evidenciação e divulgação na esfera contábil estão inter-relacionados e são complementares.

Nessa esteira, Almeida e Freitag (2009, p. 266) afirmam que: “Divulgação, evidenciação e *disclosure*, são nomes diferentes para tratar de um mesmo tema. Intercambiável aos termos evidenciação contábil a palavra *disclosure* tem sido utilizada e em geral refere-se a divulgação.”

Divulgação, de modo geral, é tornar público, mas, na contabilidade, tem um sentido mais restrito, já que se entende que os demonstrativos contábeis tratam de reconhecimento e mensuração, e as notas explicativas e os relatórios financeiros adicionais (como formulário de referência, 10K, relatório da administração etc) são os que contemplam as divulgações.

Atualmente, as empresas, quanto à divulgação, têm como foco o cumprimento dos requerimentos de divulgações apresentados nos pronunciamentos contábeis, pressupondo que, assim o fazendo, evitarão problemas de divulgação adequada. (GANNON, 2007). Todavia, elas não podem pautar sua divulgação somente na legalidade; para cumprir pré-requisitos, devem considerar princípios éticos, transparência, equidade e as demandas dos diferentes usuários da informação.

Campelo (2007, p. 42) conclui em sua pesquisa que:

O objetivo da contabilidade de prover vários tipos de usuários com informações quantitativas e qualitativas acerca do patrimônio das entidades pressupõe informações elaboradas em bases seguras capazes de reduzir incertezas e conduzi-los a melhor decisão, e para tanto devem estar revestidas de qualidade.

Para divulgar uma informação financeira da forma adequada, é necessário entender quem é o público-alvo de tal informação. A estrutura conceitual foi criada para que a informação divulgada contemple características que possam ser entendidas pelos usuários das demonstrações financeiras no geral. Ocorre que, muitos usuários, como funcionários, sindicatos e o governo, deixam de ser prioridade na definição do que se divulgar, por falta de conhecimento acerca de suas próprias decisões em relação às informações contábeis e financeiras disponibilizadas.

No item 2.5.3, esclareceu-se que os reguladores entendem que os principais usuários das informações divulgadas são investidores atuais, assim como possíveis futuros investidores e credores atuais e os possíveis credores. Ao considerar os proprietários potenciais e os credores atuais e potenciais, os principais grupos em foco para a contabilidade, pode-se inferir que a divulgação das informações contábil-financeiras objetiva à evidência da informação necessária para a operação e eficiência do mercado de capitais. (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1992)

O mercado de capitais, no geral, está interessado na rentabilidade da empresa, no fluxo de caixa que ela está gerando e no que será capaz de gerar. Os administradores das empresas, sabendo desse interesse, algumas vezes, tentam tirar vantagem das divulgações, e como resultado, a qualidade das divulgações varia dependendo do grau de custos e vantagens associados à elas.

Além da influência dos administradores, a qualidade da divulgação sofre influência dos auditores. Firmas de auditoria maiores tendem a requerer melhor divulgação das empresas do que as menores, pois seus nomes estão associados à qualidade dos relatórios contábeis e financeiros dos seus clientes. Também se observa que os segmentos em que as empresas atuam influenciam o nível e a qualidade de suas divulgações, principalmente em razão dos resultados apresentados e da concorrência. (GALLERY; COOPER; SWEETING, 2008)

Segundo Gallery, Cooper e Sweeting (2008), outros fatores importantes afetam o nível e a qualidade das divulgações, como os apresentados no Quadro 29.

**QUADRO 29 – FATORES FREQUENTEMENTE ASSOCIADOS COM O NÍVEL DE QUALIDADE DA DIVULGAÇÃO DAS COMPANHIAS**

Fator	Principais impactos
Rentabilidade	Rentabilidade geralmente é medida que utiliza o índice de Retorno sobre o patrimônio líquido – <i>Return on equity</i> – ROE. Logo espera-se que o ROE e suas variações estão positivamente associados com a qualidade das divulgações.
Tamanho da companhia	Se identifica o tamanho das companhias tomando como base seus ativos ou o volume de negociação de suas ações – <i>market capitalization</i> . Existe uma relação positiva entre o tamanho da empresa e o nível e qualidade de suas divulgações.
Alavancagem	Estudos identificam que os custos com financiamento das companhias se reduz quando estas melhoram suas divulgações, já outros estudos demonstram que o nível e qualidade das divulgações não influenciam os custos de captação, mas, de qualquer forma, como endividamento tem sido objeto de estudo como um item que pode influenciar as divulgações de uma empresa, entende-se que este é relevante para as divulgações.
Governança Corporativa	O nível de governança corporativa das empresas afeta as suas divulgações. A relação entre estas variáveis é positiva, isto porque uma boa governança corporativa prega maior transparência.

Fonte: Adaptado de Gallery, Cooper, Sweeting (2008)

A influência da rentabilidade nas divulgações deriva da teoria da agência, isto é, a remuneração dos administradores está baseada na rentabilidade da empresa, o que os leva a querer demonstrar uma melhor situação para o mercado.

A influência do tamanho da empresa resulta do fato de que o mercado financeiro se interessa mais por grandes empresas e/ou por empresas com grande volume de ações negociadas, pois as consideram mais promissoras, seguras em termos de *compliance*, e porque há uma tendência de que esses investimentos sejam mais líquidos.

O custo das dívidas tem sido objeto de estudo quando se trata do nível e da qualidade das divulgações. Contudo, esses são inconclusivos no que se refere às variáveis estarem

positiva ou negativamente relacionadas, mas, acredita-se que esse seja o objeto de diversos estudos e tenha alguma importância.

Quanto ao nível de governança corporativa, a influência se dá positivamente, pois empresas com um alto nível de governança tendem a ter melhores processos e controles. Destarte, querem demonstrar isso para o mercado de forma transparente, objetivando a aumentar a confiabilidade dos investidores.

Além de identificar o público-alvo das divulgações, é preciso identificar o nível de divulgação, o que é mais difícil, já que isso engloba certa subjetividade. Segundo Hendriksen e Van Breda (1992), as divulgações estão calcadas em três principais conceitos: adequadas, justas e completas. Adequadas são as divulgações que não levam a interpretações errôneas; justas implicam princípios éticos, tratamentos iguais para possíveis leitores, ausência de privilégios quanto à informação divulgada; e completas são aquelas que trazem todas as informações relevantes.

Kothari, Li e Short (2009) observam que a demanda por informações contábeis e financeiras deriva de assimetria de informação e dos conflitos de agência entre administradores, investidores e intermediários.

Os autores enfatizam a existência de um consenso entre os economistas de que um ambiente rico em divulgações e baixa assimetria de informações resulta em: uma eficiente alocação dos recursos na economia; um desenvolvimento do mercado de capitais, em maior liquidez de mercado; redução de custo de capital; diminuição da volatilidade dos retornos e no aumento da precisão das projeções dos analistas. Concluíram que divulgações negativas, apesar de transparentes, resultam em aumento do custo de capital, em volatilidade dos retornos e que, ao contrário, relatórios favoráveis reduzem esses custos e essa volatilidade.

Nessa esteira, Lee (2012, p. 1) afirma que:

Divulgação e transparência são parte integral da governança corporativa. Divulgações ajudam o público entender as atividades da companhia, políticas, performance considerando o ambiente e os princípios éticos, assim como sua relação com a comunidade onde a companhia opera. Inadequação das divulgações e transparência podem levar a comportamentos não éticos assim como a fraude e corrupção, custando não somente para a empresa, mas para a economia como um todo. (tradução nossa)

Assimetria de informação é quando uma parte é informada e a outra não; isso é comum na relação investidor e administrador de empresas e faz parte do modelo principal-agente de contratos, em que o agente, empresas, administradores, tem informações, e o principal, investidor, não tem. Isso causa uma seleção adversa que pode ser minimizada com a divulgação da maior quantidade de informações possíveis, permitindo aos investidores

corrigir suas expectativas e, conseqüentemente, diferenciar as companhias. Estudos demonstraram que o nível de divulgação de informações de uma entidade pode impactar o processo de avaliação de suas ações. (LIMA et al., 2012).

Lee (2012) observou dez critérios para avaliar com sucesso as divulgações e a transparência de uma companhia, sendo eles, por ordem de importância: o cumprimento das leis e regulamentações que governam as divulgações; a tempestividade da divulgação e divulgação no site da companhia; o desenvolvimento de uma boa governança corporativa; a divulgação das projeções das demonstrações financeiras; dos relatórios financeiros anuais, das transações com partes relacionadas; do patrimônio líquido; de reinvestimentos e de medidas contra transferência de controle.

Empresas que apresentam essas divulgações possibilitam uma avaliação mais consistente por parte dos analistas, pois trazem instrumentos que permitem análise, julgamento e suporte para decisões. Dessa forma, com vistas a determinar o nível de divulgação, o preparador das demonstrações financeiras deve se perguntar: Essa informação irá melhorar a maioria das decisões tomadas, tendo como base os relatórios contábeis financeiros?

Com o passar dos anos, identificou-se um aumento no volume de divulgações por parte das empresas; porém, ainda há dúvidas e discussões sobre se isso trouxe também um aumento na qualidade. Muita informação pode contemplar informações supérfluas e inadequadas, deixando os leitores confusos.

Atualmente, o IASB tem um projeto chamado *Disclosure Initiative*, Iniciativa da Divulgação, que objetiva a explorar como as divulgações em IFRS poderiam ser melhoradas. Esse projeto tem diferentes frentes de implementação, sendo essas relacionadas a Alterações no IAS 1, Reconciliação de passivos com atividades financeiras, Materialidade, Princípios de divulgação e revisão da divulgação requerida nos pronunciamentos. (IASB, 2014)

O IASB disponibilizou uma minuta para comentário público de uma das frentes até o momento, relativamente às alterações no IAS 1. Essa minuta apresenta, como principais alterações:

- (a) a forma de agregar ou desagregar a informação;
- (b) observações sobre materialidade quanto às notas e aos pronunciamentos específicos e;
- (c) que a entidade deve sempre considerar se a informação atende às necessidades dos usuários.

Os comentários recebidos pelo IASB estão em linha com o que já foi comentado anteriormente neste estudo.

A maioria dos respondentes mencionou que a materialidade e o exercício do julgamento são aspectos relevantes no processo de melhoria das divulgações (IASB, 2014). Acredita-se que o foco na materialidade e na necessidade dos usuários irá reduzir o volume de informações que obscurecem as notas explicativas. Ademais, observa-se que essas alterações incentivam a divulgação de informação adicional quando relevante para entendimentos das demonstrações financeiras, e aumentam o foco na capacidade de comunicação da entidade, não no seu cumprimento de regras.

Quanto à materialidade, alguns respondentes comentaram a necessidade de divulgação em relação às análises efetuadas, os julgamentos e as premissas, considerando que determiná-la traz certa subjetividade. Os investidores, no geral, enfatizaram a falta de informação relevante e útil nas demonstrações financeiras em detrimento da quantidade.

Alterações também foram propostas na estrutura dos quadros das demonstrações financeiras, no que concerne a uma maior flexibilidade de agregação e desagregação. Essas alterações foram bem recebidas pelos respondentes, assim como os requerimentos específicos para inclusão de subtotais, que objetivam a evitar a apresentação de um número que traga uma visão mais otimista, a enfatizar somente o que é positivo para a companhia e a trazer medidas não contábeis, entre outras. Por outro lado, informações relevantes devem ser desagregadas; podem ter subtotais, desde que não seja nos quadros, e sim em notas explicativas, se essas forem relevantes para a compreensão.

Outro ponto importante apresentado na minuta refere-se às notas explicativas. Enfatiza-se que a ordem apresentada nos pronunciamentos é somente um exemplo, sendo possível uma maior flexibilidade para trazer maior objetividade e clareza. Assim, indica-se que juntar a descrição das políticas e práticas contábeis com a nota explicativa propriamente dita reduziria duplicações, facilitaria a análise da nota e forneceria uma visão geral da situação.

Os investidores respondentes não chegaram a um consenso sobre esse assunto; uns acreditam que traria maior concisão, objetividade, clareza, fazendo-se mais entendível, e outros disseram estar acostumados com tal formato e que maior flexibilidade afetaria a comparabilidade.

A divulgação das políticas contábeis foi outro assunto apresentado na minuta apresentada pelo IASB, sugerindo excluir alguns exemplos de políticas contábeis contidas na norma, incluir um conceito do que seria uma política contábil significativa, para que o preparador possa exercer o julgamento, e incluir aquilo que ele acredita satisfazer à necessidade do usuário. (IASB, 2014)

Entende-se que os elementos enfatizados na minuta de alteração, assim como nos comentários dos respondentes, têm, atualmente, sido pouco considerados pelos preparadores das demonstrações financeiras, pois esses se focam nos requerimentos de divulgações apresentados nos pronunciamentos, fazendo daquilo um *checklist* a ser completado.

Como já comentado, a informação contábil precisa ser útil na tomada de decisão dos usuários, caso contrário, não é uma informação e sim apenas um dado. Dessa forma, para perceber o que é necessário na evidenciação e divulgação de informações contábeis, cabe entender as necessidades dos usuários no processo de tomada de decisão. Como este estudo está direcionado à necessidade de informação para avaliação de empresas por investidores de *private equity*, vale analisar o que os investidores atuais e possíveis querem saber.

Nessa esteira, Glautier, Underdown e Morris (2011, p. 478) apontam que:

As duas questões mais óbvias que resumem as preocupações dos investidores sobre qualquer entidade de negócios podem ser mencionadas simplesmente como:

Quão bem a entidade está sendo administrada? Quanto ela vale? (tradução nossa)

A primeira questão está relacionada a identificar as áreas relevantes de performance da administração, e a segunda trata da decisão de adquirir, manter, aumentar ou vender o investimento em uma empresa.

Em relação a como a empresa está sendo administrada, existe uma divergência de interesse entre administradores e investidores: os primeiros estão focados na prestação de contas à sociedade e na sua própria remuneração, e os segundos, em maximizar os retornos do capital investido. Ocorre que os administradores são quem, muitas das vezes, representam os investidores, tomando quase todas as decisões relacionadas à empresa; logo, os investidores, ao analisar as informações contábil-financeiras, têm interesse em saber como andam os controles internos da empresa que limitam as ações dos administradores e como esses lhes impõem responsabilidade.

As participações em empresas são consideradas investimentos para os quais se espera retorno, ou por meio de dividendos ou da venda dessas com lucro; assim, quanto vale sua participação; conseqüentemente, a empresa é de extremo interesse dos investidores e possíveis investidores.

Ocorre que os relatórios contábil-financeiros trazem, essencialmente, o registro de fatos passados e dão muita ênfase a uma só medida de lucro (o lucro por ação, a mensuração de performance e a posição financeira são largamente baseadas no custo histórico dos recursos da entidade). (GLAUTIER; UNDERDOWN; MORRIS, 2011).

Nos dias de hoje, muitos elementos das demonstrações financeiras estão sendo mensurados a valor justo por determinação de pronunciamentos contábeis. Quando não mensurados, muitas vezes, seus valores justos são divulgados em notas explicativas, o que é útil para que se possa ter uma perspectiva de futuro da companhia. Entretanto, isso ainda traz dificuldades de análise e interpretação por parte dos investidores, já que essa informação está misturada com outras bases de mensuração.

A fim de possibilitar que os relatórios contábil-financeiros se tornem mais úteis para os investidores, Glautier, Underdown e Morris (2011) sugerem que contemplem as informações demonstradas no conforme Quadro 30.

**QUADRO 30 – POSSÍVEIS SOLUÇÕES PARA QUE OS RELATÓRIOS CONTÁBEIS FINANCEIROS SE TORNEM MAIS ÚTEIS AOS INVESTIDORES**

Informação	Principais conceitos
Adoção de uma perspectiva de futuro	Informações sobre os principais objetivos e estratégias dos negócios, detalhamento sobre as oportunidades e riscos associados, planos da administração, comparação da performance atual com o planejado.
Inclusão de avisos de lucros	Estimativa de lucros
Incorporação de dados operacionais de alto nível	Dados relativos a custos fixos, custos variáveis, despesas fixas, variáveis etc.
Apresentação de informações de valor justo	A maior parte dos passivos atualmente está a valor justo, já os ativos, em sua maioria, estão a valor justo até o limite que não exceda o custo, então estes também seriam passíveis de reavaliação.
Aumento das informações que suportam os negócios	Inclusão de informações sobre participação no mercado, produtividade, quantidade de funcionários, desenvolvimento de novos produtos, retenção de clientes, qualidade da produção, pesquisa e desenvolvimento, capital intelectual etc.
Aumento de divulgações interinas	Aumento na periodicidade com qual as informações são divulgadas.

Fonte: Adaptado de Glautier, Underdown, Morris (2011)

A abordagem anterior é útil em prover as necessidades dos investidores, mas a sua adoção nos relatórios financeiros contábeis esbarraria em algumas dificuldades, como as sumarizadas no Quadro 31.

**QUADRO 31 – DIFICULDADE A SEREM ENCONTRADAS NA IMPLEMENTAÇÃO DE POSSÍVEIS SOLUÇÕES PARA QUE OS RELATÓRIOS CONTÁBEIS FINANCEIROS SE TORNEM MAIS ÚTEIS AOS INVESTIDORES**

Incertezas que poderiam levar a erros de interpretação.	Reações extremas por parte dos investidores
Possibilidade de manipulação por parte da administração.	Falta de conhecimento dos investidores.
Dificuldade na auditoria.	Dificuldade de encontrar as fontes de informação.
Disponibilização de informações estratégicas para os competidores.	Complexidade da informação necessária para interpretação dos dados.
Subjetividade.	Grande volume de informações a serem divulgadas.
Pouco tempo para preparação das informações.	Envolvimento de funcionários de todas as áreas no preparo dos relatórios.

Fonte: Adaptado de Glautier, Underdown, Morris (2011)

O mercado financeiro, as empresas, os investidores, os administradores, o governo e os órgãos reguladores não estão preparados para essas dificuldades, o que torna tais soluções inviáveis.

Observa-se que a maior parte das soluções apresentada no Quadro 30 foi incluída em relatórios adicionais (relatório da administração, relatório de governança corporativa, relatórios de remuneração, relatório de responsabilidade dos administradores, fatos relevantes e outros). Contudo, as informações ainda estão esparramadas em diversos lugares, não são claras, objetiva e concisas, o que tem dificultado os investidores em encontrar as informações de que precisam, interpretá-las, analisá-las e utilizá-las em seus modelos de avaliação.

Dessa forma, se as principais informações necessárias aos investidores fossem apresentadas de uma forma objetiva, concisa e com referência cruzada aos informes contábeis e financeiros, trariam muitos ganhos a eles: facilidade de interpretação, mais suporte para analisar e exercer julgamentos, redução do tempo de análise, redução na quantidade de

analistas, redução de custos etc. Em razão disso, este estudo objetiva a apresentar uma estrutura de avaliação de desempenho a partir de informações divulgadas por companhias brasileiras, úteis aos investidores *private equity*.

## 2.6 ESTRUTURA DE AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO BASEADA NAS INFORMAÇÕES DIVULGADAS NAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS DE COMPANHIAS BRASILEIRAS PARA INVESTIDORES DE *PRIVATE EQUITY*

Com base no exposto nos itens 2.1, 2.2 e 2.3, foi possível identificar os itens relevantes para investidores de *private equity* que devem ser incorporados em uma avaliação de empresas quando se utiliza o método de Fluxo de Caixa Descontado. Desse modo, apresenta-se no Quadro 32, uma estrutura objetiva de avaliação de desempenho de companhias brasileiras pelos investidores de *private equity*, com base nas informações divulgadas nas demonstrações contábeis.

**QUADRO 32 – ESTRUTURA DE AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO DE COMPANHIAS BRASILEIRAS PELOS INVESTIDORES DE *PRIVATE EQUITY* BASEADA NAS INFORMAÇÕES DIVULGADAS NAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS**

Item	Autores do Referencial Teórico
Resultado do exercício	COPELAND; KOLLER; MURRIN (2002) PALEPU; HEALY (2004) COSTA; COSTA; ALVIM (2011) CUNHA; MARTINS; ASSAF NETO (2014) KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005)
Geração de caixa	PALEPU; HEALY (2004) KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007) LIMA et al. (2010) COSTA; COSTA; ALVIM (2011) VYDRZEL; SOUKUPOVA (2012)
Itens que não afetam caixa	DAMODARAM (2007)
Ganhos e perdas não recorrentes registrados na demonstração do resultado do exercício	PALAPU; HEALY (2004) DAMODARAM (2007)
Ganhos e perdas registrados em conta do patrimônio líquido que irão transitar pelo resultado do exercício no futuro - Ajuste de avaliação patrimonial	PALAPU; HEALY (2004) COSTA; COSTA; ALVIM (2011)
Juros	PALEPU; HEALY (2004) KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) COSTA; COSTA; ALVIM (2011)
Depreciação e Amortização	COPELAND; KOLLER.; MURRIN

CONTINUA

	(2002) PALEPU; HEALY (2004) KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007) SAURIN; COSTA JÚNIOR; ZILIO (2007) COSTA; COSTA; ALVIM (2011)
Impostos pagos	KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007) SAURIN; COSTA JÚNIOR; ZILIO (2007) COSTA; COSTA; ALVIM (2011)
Impostos que podem vir a ser pagos derivados de diferenças temporárias	KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007) SAURIN; COSTA JÚNIOR; ZILIO (2007) COSTA; COSTA; ALVIM (2011)
Alíquotas nominal e efetiva do imposto de renda e contribuição social	PALAPU; HEALY (2004) KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007) SAURIN; COSTA JÚNIOR; ZILIO (2007) COSTA; COSTA; ALVIM (2011)
Reconciliação entre as alíquotas nominal e efetiva do imposto de renda e contribuição social	PALAPU; HEALY (2004) KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007) SAURIN; COSTA JÚNIOR; ZILIO (2007) COSTA; COSTA; ALVIM (2011)

CONTINUAÇÃO

Créditos fiscais utilizados no ano	KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007) SAURIN; COSTA JÚNIOR; ZILIO (2007)
Incentivos fiscais	KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007) SAURIN; COSTA JÚNIOR; ZILIO (2007)
Ativos Não Operacionais	PALEPU; HEALY (2004) DAMODARAM (2007) LIMA et al. (2010) COSTA; COSTA; ALVIM (2011)
Ajustes relativos a redução a valor recuperável ( <i>impairment</i> ) e redução a valor realizável.	PALEPU; HEALY (2004) KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007) COSTA; COSTA; ALVIM (2011) MARTINS (2011) CUNHA, MARTINS, ASSAF NETO (2014)
Ganhos e perdas com ajustes a valor justo de imobilizado, investimentos e intangíveis	PALAPU; HEALY (2004) KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007) COSTA; COSTA; ALVIM (2011) MARTINS (2011) CUNHA; MARTINS; ASSAF NETO (2014)
Perdas reais com contar a receber	PALAPU; HEALY (2004) KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005)

CONTINUAÇÃO

	DAMODARAM (2007) COSTA; COSTA; ALVIM (2011) MARTINS (2011) CUNHA, MARTINS, NETO (2014)
Perdas reais com estoques	PALAPU; HEALY (2004) KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007) COSTA; COSTA; ALVIM (2011) MARTINS (2011) CUNHA; MARTINS; ASSAF NETO (2014)
Perdas reais com imobilizado	PALAPU; HEALY (2004) KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007) COSTA; COSTA; ALVIM (2011) MARTINS (2011) CUNHA; MARTINS; ASSAF NETO (2014)
Perdas reais com investimentos	PALAPU; HEALY (2004) KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007) COSTA; COSTA; ALVIM (2011) MARTINS (2011) CUNHA; MARTINS; ASSAF NETO (2014)
Provisões para contingências	PALAPU; HEALY (2004) KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) LIVINAT; SANTICCHIA (2006) DAMODARAM (2007) COSTA; COSTA; ALVIM (2011)

CONTINUAÇÃO

	MARTINS (2011) CUNHA; MARTINS; ASSAF NETO (2014)
Perdas reais com contingências	PALAPU; HEALY (2004) KOLLER, GOEDHART, WESSELS (2005) DAMODARAM (2007) COSTA; COSTA; ALVIM (2011) MARTINS (2011) CUNHA; MARTINS; ASSAF NETO (2014)
Contingências possíveis	KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007)
Planos de pensão e pós emprego	PALEPU; HEALY (2004) KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007)
Passivos atuariais derivados de plano de pensão e pós emprego	PALEPU; HEALY (2004) KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007)
Valores dos ajustes dos passivos atuariais no ano	PALAPU; HEALY (2004) KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007)
Pagamento baseado em ações concedido a funcionário e ou terceiros	PALAPU; HEALY (2004) KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007)
Instrumentos híbridos de patrimônio líquido e dívidas	KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007)

	COSTA; COSTA; ALVIM (2011)
Instrumentos de dívida conversíveis em ações	KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007) COSTA; COSTA; ALVIM (2011)
Intangíveis reconhecidos ou não nas demonstrações financeiras	DAMODARAM (2007) MARQUES; SOUZA (2012)
Investimentos e suas técnicas de avaliação	PALEPU; HEALY (2004) KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007)
Resultado dos investimentos em outras empresas por técnica de valorização.	PALEPU; HEALY (2004) KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007)
Caixa e equivalente de caixa	PALEPU E HEALY (2004) KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007) COSTA; COSTA; ALVIM (2011)
Resultado dos investimentos no mercado financeiro	PALEPU; HEALY (2004) DAMODARAM (2007)
Transações com partes relacionadas	PALEPU; HEALY (2004) LIVINAT; SANTICCHIA (2006)
Remuneração aos acionistas (dividendos, JCP, outros)	PALEPU; HEALY (2004) DAMODARAM (2007)
Itens que compõe o capital de giro	COPELAND; KOLLER; MURRIN (2002) PALEPU; HEALY (2004) DAMODARAM (2007) SAURIN; COSTA JÚNIOR; ZILIO (2007) COSTA; COSTA; ALVIM (2011)

CONTINUAÇÃO

	CUNHA; MARTINS; ASSAF NETO (2014)
Total do endividamento de curto prazo	PALEPU; HEALY (2004) DAMODARAM (2007) SAURIN; COSTA JÚNIOR; ZILIO (2007) COSTA; COSTA; ALVIM (2011) CUNHA; MARTINS; ASSAF NETO (2014)
Total do endividamento de longo prazo	PALAPU; HEALY (2004) DAMODARAM (2007) SAURIN; COSTA JÚNIOR; ZILIO (2007) COSTA; COSTA; ALVIM (2011) CUNHA; MARTINS; ASSAF NETO (2014)
Total dos arrendamentos mercantis financeiros	PALEPU; HEALY (2004) KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007)
Total do Endividamento	KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007) COSTA; COSTA; ALVIM (2011) CUNHA; MARTINS; ASSAF NETO (2014)
Taxa média de juros das captações	KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007) SAURIN; COSTA JÚNIOR; ZILIO (2007) COSTA; COSTA; ALVIM (2011)
Despesas financeiras	COSTA; COSTA; ALVIM (2011)

CONTINUAÇÃO

Garantias concedidas	DAMODARAM (2007)
Quebra de <i>covenants</i>	PALEPU; HEALY (2004) DAMODARAM (2007)
Reestruturação de dívidas	DAMODARAM (2007) PALAPU; HEALY (2004)
Capital social	PALEPU; HEALY (2004) COSTA; COSTA; ALVIM (2011)
Quantidade de ações preferenciais	PALEPU; HEALY (2004) DAMODARAM (2007) COSTA; COSTA; ALVIM (2011)
Quantidade de ações ordinárias	PALEPU; HEALY (2004) DAMODARAM (2007) COSTA; COSTA; ALVIM (2011)
Quantidade e valor de ações em tesouraria	PALEPU; HEALY (2004) DAMODARAM (2007) COSTA; COSTA; ALVIM (2011)
Reserva para investimentos	PALAPU; HEALY (2004) DAMODARAM (2007) COSTA; COSTA; ALVIM (2011)
<i>Return Over Equity</i> - ROE	SANTOS; WATANABE (2005) KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007)
<i>Return Over Asset</i> - ROA	SANTOS; WATANABE (2005) CUNHA; MARTINS; ASSAF NETO (2014)
<i>Return of Invested Capital</i> - ROIC	KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007) SAURIN; COSTA JÚNIOR; ZILIO (2007)
<i>Non Operating Profit After Taxes</i> - NOPAT	COPELAND; KOLLER; MURRIN (2002)

CONTINUAÇÃO

	<p>KOLLER; GOEDHART, WESSELS (2005)</p> <p>SANTOS; WATANABE (2005)</p> <p>DAMODARAM (2007)</p> <p>SAURIN; COSTA JÚNIOR; ZILIO (2007)</p> <p>COSTA, COSTA, ALVIM (2011)</p>
<p><i>Earnings Before Taxes, Interest, Depreciation and Amortization</i> - EBTIDA</p>	<p>COPELAND; KOLLER; MURRIN (2002)</p> <p>DAMODARAM (2007)</p> <p>SAURIN; COSTA JÚNIOR; ZILIO (2007)</p> <p>COSTA; COSTA; ALVIM (2011)</p>
<p><i>Weighted Average Cost of Capital</i> - WAAC</p>	<p>KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005)</p> <p>DAMODARAM (2007)</p> <p>SAURIN; COSTA JÚNIOR; ZILIO (2007)</p> <p>COSTA; COSTA; ALVIM (2011)</p>
<p><i>Free Cash Flow</i> - FCF</p>	<p>PALEPU E HEALY (2004)</p> <p>KOLLER, GOEDHART E WESSELS (2005)</p> <p>DAMODARAM (2007)</p> <p>COSTA; COSTA; ALVIM (2011)</p> <p>CUNHA; MARTINS; ASSAF NETO (2014)</p>
<p>Composição das receitas</p>	<p>COPELAND; KOLLER; MURRIN (2002)</p> <p>KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005)</p> <p>DAMODARAM (2007)</p> <p>LIMA et al. (2010)</p> <p>COSTA; COSTA; ALVIM (2011)</p>

CONTINUAÇÃO

Composição dos custos	COPELAND; KOLLER; MURRIN (2002) KOLLER; GOEDHART; WESSELS (2005) DAMODARAM (2007) LIMA et al. (2010) COSTA; COSTA; ALVIM (2011)
Comportamento das vendas, custo, margens	COPELAND; KOLLER; MURRIN (2002) DAMODARAM (2007) COSTA; COSTA; ALVIM (2011) CUNHA; MARTINS; ASSAF NETO (2014)
Contas contábeis com variações significativas	PALAPU; HEALY (2004) DAMODARAM (2007) LIMA et al. (2010) COSTA; COSTA; ALVIM (2011)
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Principais estratégias da Empresa:</li> <li>• Novos Produtos</li> <li>• Novos Mercados</li> <li>• Aquisições</li> <li>• Reestruturações</li> </ul>	PALAPU; HEALY (2004) DAMODARAM (2007) COSTA; COSTA; ALVIM (2011) CUNHA; MARTINS; ASSAF NETO (2014)
Principais riscos <ul style="list-style-type: none"> <li>• Operacionais</li> <li>• Financeiros</li> <li>• Mercado</li> </ul>	DAMODARAM (2007) CUNHA; MARTINS; ASSAF NETO (2014)
Concentrações de risco (clientes, câmbio, tecnologia)	DAMODARAM (2007)
Existência de ressalvas e parágrafos de ênfase no relatório de auditoria	PALAPU; HEALY (2004) DAMODARAM (2007) PALAPU; HEALY (2004)

Fonte: Do autor.

CONCLUSÃO

A importância de cada item apresentado nesta estrutura está suportada pelo referencial teórico apresentado no item 2 deste estudo, na coluna da direita do Quadro 32.

A seguir, comenta-se um pouco mais sobre a importância de cada item da estrutura da análise de desempenho, com vistas a demonstrar sua finalidade prática.

O lucro não é considerado pelas empresas de *private equity* uma boa medida de desempenho, sendo os múltiplos de EBITIDA indicativos de desempenho eleitos os melhores por essa indústria. Todavia, é a principal informação contábil da qual se parte para obter diversos itens apresentados na estrutura e informações sobre geração de caixa, utilizadas como base para formulação das premissas dos fluxos de caixas descontados, sendo, inclusive, informação primordial obter o EBITIDA. O lucro é apurado pela demonstração do resultado do exercício.

Geração de caixa é uma informação importante, pois é por meio dessa que se pode prever como a empresa pagará seus fornecedores, empréstimos, financiamentos, se poderá avaliar sua capacidade de investir, de adquirir os insumos necessários para a operação, de pagar seus funcionários, impostos, entre outros. Essa informação é útil no processo de preparação das projeções utilizadas no fluxo de caixa descontado, e pode ser obtida na demonstração de fluxo de caixa.

Itens que não afetam caixa são aqueles que não geram entradas ou saídas de caixa, isto é, têm impactos puramente contábeis, como, por exemplo, depreciação, amortização e resultado de equivalência patrimonial. Esses são relevantes, pois devem ser considerados como ajuste ao lucro e influenciam o cálculo do EBITIDA.

Ganhos e perdas não recorrentes são geralmente extraídos da demonstração do resultado do exercício ou das notas explicativas. É uma informação a ser observada, pois se trata de um resultado pontual, que pode vir a ocorrer ou não nos próximos períodos. Em razão disso, é necessário avaliar se os valores envolvidos devem ser contemplados nas projeções de resultados utilizadas para a obtenção do fluxo de caixa descontado da empresa.

Os valores registrados como ajuste de avaliação patrimonial são reconhecidos em contas de patrimônio líquido, pois certas normas contábeis determinam que alguns ganhos e perdas não devem ser registrados no resultado no encerramento de cada período, e sim somente quando são realizados, quando há entrada ou saída de caixa. Ocorre que se esses itens afetam caixa, mesmo não fazendo parte das receitas e despesas da empresa, devem ser considerados nos cálculos de apuração do fluxo de caixa descontado.

No caso dos juros, deve-se, primeiramente, segregar aqueles efetivamente pagos dos incorridos, registrados pelo regime de competência. O valor de despesa de juros auxilia na apuração da taxa de desconto a ser utilizada no desconto dos fluxos de caixa, além de ser uma medida que influencia o EBTIDA. Comumente, podem ser obtidos na demonstração do resultado do exercício, na demonstração de fluxo de caixa ou até mesmo na nota explicativa relativa a empréstimos e financiamentos.

Depreciação e amortização são itens que não afetam caixa, logo, são valores essenciais para calcular o EBTIDA da empresa. Também são importantes para avaliar o nível de investimento dessa em ativo imobilizado, possibilitando apurar o prazo médio das instalações e concluir se são antigas ou mais recentes. Esses dados podem ser obtidos na demonstração de resultado do exercício, na demonstração de fluxo de caixa e na nota explicativa de imobilizado.

Os valores de impostos pagos, assim como os valores de impostos que podem vir a ser pagos derivados de diferenças temporárias, são úteis no processo de preparação das projeções de fluxo de caixa, já que podem indicar aumento ou redução de valores a serem desembolsados pela empresa.

A reconciliação entre as alíquotas nominal e efetiva do imposto de renda e contribuição social auxiliam na obtenção dos valores de impostos que podem vir a ser pagos. Essas informações podem ser obtidas na demonstração de fluxo de caixa e na nota explicativa relativa ao imposto de renda e à contribuição social. Entretanto, é relevante também observar os valores de impostos a pagar apresentados no balanço, a despesa de imposto de renda e de contribuição social apresentada na demonstração de fluxo de caixa.

Créditos fiscais utilizados no ano e os incentivos fiscais são informações relevantes no que tange à expectativa de desembolso da empresa. Isso porque, usualmente, não são recorrentes ou não são para sempre, o que influencia as projeções de pagamento de impostos e impacta o fator perpetuidade a ser refletido no fluxo de caixa descontado.

Quanto aos créditos, é importante avaliar se são legítimos, pois, do contrário, podem resultar em futuras autuações fiscais. Em relação aos incentivos, cabe observar por quanto tempo foram concedidos, quais as condições que a entidade tem que cumprir para mantê-los e a possibilidade ou não de sua renovação. Essas informações podem estar divulgadas nas notas explicativas relacionadas a impostos ou incentivos fiscais.

A existência de ativos não operacionais podem ser indício de que existem ativos que não estão sendo utilizados, isto é, que podem derivar do fechamento de uma linha de

negócio ou da descontinuidade de um produto, sendo que esses impactos operacionais devem ser considerados no processo de precificação de uma empresa. As notas explicativas podem apresentar essas informações, principalmente aquelas que tratam das operações da empresa e das informações relativas ao imobilizado.

Ganhos e perdas com ajuste a valor justo de ativos podem ou não se materializar no futuro, podendo impactar, assim, as projeções de fluxo de caixa da empresa no processo de obtenção do fluxo de caixa descontado. Também podem dar indícios em relação à atividade operacional, como a empresa está posicionada no mercado, sua capacidade de crescimento, entre outros. Esses ajustes podem ser obtidos nas notas explicativas de imobilizado, investimentos, intangíveis.

Perdas reais são dados históricos que podem auxiliar na previsão de possíveis perdas futuras e na avaliação se essas devem ou não ser consideradas nos cálculos do fluxo de caixa descontado. Grandes perdas com contas a receber podem ser indício de clientes com problemas de crédito; vendas que não se concretizaram, de ineficiência no processo de cobrança; quanto às perdas com estoques, essas derivam, usualmente, de má gestão e problemas de controle interno, podendo acarretar estoques obsoletos, avariados, que não estejam, necessariamente, provisionados.

O nível de perda com imobilizado pode propiciar informações quanto à idade média das instalações, dos equipamentos, ao nível da atividade operacional da empresa, à qualidade do controle destes ativos, isto é, se existe um controle individual, se os itens estão sendo depreciados e se foram feitos inventários físicos recentemente.

As técnicas de avaliação dos investimentos, assim como os ganhos e as perdas com esses, possibilitam ao analista entender como estão sendo geridos, prever eventuais perdas e tomar decisão quanto a excluir ou não tais investimentos do processo de aquisição.

As contingências precisam ser avaliadas, pois os valores podem ou não ser requeridos no futuro, o que impacta a estimação do valor da empresa. Durante o processo de *due diligence*, são avaliadas as perdas reais, as provisões registradas e as contingências possíveis, sendo os seus valores estimados e descontados do preço a ser pago, ou parte desses fica bloqueada, sendo pagos, ou efetivamente deduzidos do preço, na medida em que as contingências são resolvidas.

Plano de pensão pós-emprego e possíveis passivos atuariais desses derivados usualmente têm seus ganhos e perdas registrados diretamente no patrimônio líquido, ou

seja, não são reconhecidos no resultado como receitas e/ou despesas. Contudo, devem ser considerados nas projeções de fluxo de caixa, avaliando a possibilidade de efetivamente se realizarem.

Os pagamentos baseados em ações devem ter seus custos registrados na demonstração do resultado do exercício pelo seu valor justo, na medida em que o serviço é prestado. Ocorre que, em empresas de capital fechado, muitas vezes, o registro desse custo é feito somente quando a opção é exercida, o que pode impactar o cálculo do fluxo de caixa descontado.

Tanto os instrumentos de dívida conversíveis em ações quanto os híbridos dão origem a despesas registradas no patrimônio líquido, que podem vir a transitar pelo resultado quando do encerramento do contrato. Todavia, se não houver a conversão em ações, a empresa será obrigada a entregar caixa; logo, esse desembolso deve ser considerado nas projeções de fluxo de caixa.

Alguns ativos intangíveis não atendem ao conceito de ativo determinado no CPC de Estrutura Conceitual, não podendo, então, ser registrados no balanço patrimonial. Porém, podem contemplar expectativa futura de geração de caixa, devendo essa então ser uma premissa considerada nos cálculos do fluxo de caixa descontado.

Caixa e equivalentes de caixa são os valores disponíveis em dinheiro que a empresa possui, os quais devem ser analisados quando de seu uso. Ademais, isso deve ser refletido nas premissas de precificação da empresa. O resultado dos investimentos no mercado financeiro possibilita inferir como esses estão sendo geridos, prever eventuais perdas ou ganhos e avaliar como serão tratados no cálculo do valor da empresa, considerando tanto o cenário econômico atual quanto as expectativas de futuro.

A remuneração aos acionistas (dividendos e JPC) possibilita estimar o nível do retorno do capital investido, sendo uma medida de desempenho que pode ser considerada na avaliação do valor de uma empresa.

O nível de endividamento, curto e longo prazo, o arrendamento mercantil financeiro, as despesas financeiras, o capital de giro e a taxa média de captação possibilitam ao analista ter uma visão geral da saúde financeira da empresa. Se ela está sendo financiada por capital próprio ou de terceiros, se tem capacidade de cumprir com suas obrigações no curto ou longo prazo, e se não o fizer, quais os bens dados em garantia que serão executados, se haverá quebra de *covenants*, qual a possibilidade de reestruturação dívida, entre outros aspectos.

O capital social e a quantidade de ações ordinárias e preferenciais são considerados no cálculo do WAAC, que pode ser a taxa utilizada para descontar os fluxos de caixa estimados. Observa-se também que as ações preferenciais, as ordinárias, as ações em tesouraria, assim como as reservas e os ajustes de avaliação patrimonial, impactam o cálculo do lucro por ação, que é uma medida de desempenho a ser utilizada na determinação do valor de uma empresa.

O ROE/ROIC e o ROA, tradicionalmente, têm sido utilizados como medidas de performance, uma vez que demonstram a rentabilidade da empresa em relação aos investimentos em ativos e ao capital investido, respectivamente. Esses são relevantes na avaliação de empresas quando é utilizada a técnica de valorização por meio de múltiplos. Ao depender das informações apresentadas nas notas explicativas de uma empresa, esses índices podem ser calculados.

O EBITIDA e o NOPAT estão relacionados ao lucro da atividade, isto é, ao lucro operacional, sendo o primeiro o lucro operacional englobando os impostos, e o segundo, o líquido de impostos. Ambos podem ser utilizados para calcular o EVA, que é uma medida quantitativa que reflete o montante de valor criado ou destruído pela administração, com base em um conceito de lucro econômico ou lucro residual; em resumo, trata-se do lucro da atividade menos o custo de capital empregado.

Essas métricas são as mais utilizadas pela indústria de *private equity* para definir o quanto vale a empresa; costuma-se ouvir a expressão de que a empresa vale X vezes o seu EBITDA. Algumas companhias divulgam seu EBTIDA nas notas explicativas com a devida reconciliação para o lucro líquido, pois existe uma instrução da CVM que determina que essa informação somente pode ser apresentada se vier acompanhada de tal conciliação.

O WAAC é a média ponderada do custo de capital, que engloba o custo de capital de terceiros e o custo de capital próprio, mistura as requeridas taxas de retorno para a dívida e o patrimônio líquido, baseado nos valores objetivados pelo mercado. É utilizado para descontar o fluxo de caixa livre da empresa e o lucro econômico, EVA.

O FCF é o ponto de partida para obter a projeção financeira da empresa. O valor econômico de uma empresa é o valor atual das séries de fluxo de caixa livres, projetado para o período planejado e posterior ao período planejado, descontado a uma taxa:

$$\text{Valor da empresa} = \frac{\text{Fluxo de caixa livre}}{(1+WACC)}$$

Apesar de o FCF ser uma medida importante, usualmente, ele não é divulgado nas demonstrações contábeis das empresas e, frequentemente, não se tem todas as informações necessárias divulgadas para ser possível calculá-lo.

As principais estratégias da empresa, a composição das receitas, o comportamento das vendas, os custos, as margens, as contas contábeis com variações significativas e as respectivas explicações são importantes na elaboração das projeções e premissas que serão utilizadas para obter o fluxo de caixa livre.

Os principais riscos e suas concentrações são úteis na estimação do valor da empresa. Esses riscos podem ser mensurados e inclusos na taxa de desconto, ou podem ser descontados do valor obtido pelos fluxos de caixa descontados pelo WAAC. Também podem indicar a necessidade de reter parte do valor a ser pago pela empresa, até que os riscos sejam administrados e/ou eliminados.

Ressalvas e parágrafos de ênfase nos pareceres dos auditores podem indicar a existência de erros, incertezas, riscos, problemas nos controles internos, entre outras coisas que devem ser consideradas no processo de precificação da empresa, já que podem resultar em eventuais ganhos ou perdas futuras.

### 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Ao buscar a solução para um problema, o pesquisador deve traçar objetivos e explicá-los com clareza e precisão. É importante esclarecer os fins para justificar os meios, afinal, uma pesquisa ou estudo tem uma relação finalista. (MARTINS E THEÓPHILO, 2009).

Neste estudo, relaciona-se a necessidade de os investidores de *private equity* obterem informações de desempenho de companhias durante o processo de avaliação de um investimento, com as informações disponibilizadas por elas, por meio de suas demonstrações financeiras.

Segundo Martins e Theóphilo (2009), as abordagens metodológicas podem ser empírico-positivistas, fenomenológicas e crítico-dialéticas. O positivismo tem suas raízes no empirismo, mas é uma abordagem metodológica muito mais completa, sendo suas principais características a busca pela explicação dos fenômenos a partir da identificação de suas relações e a exaltação à observação dos fatos.

Neste estudo, apresenta-se uma abordagem positivista, já que relaciona os dados observados, com vistas a identificar se corroboram os fatos, isto é, a estrutura de avaliação de desempenho apresentada no item 2.5.

A metodologia da pesquisa utilizada foi a pesquisa exploratória quantitativa, que, conforme Beuren (2003), é desenvolvida no sentido de proporcionar uma visão geral acerca do assunto em estudo, principalmente nos casos em que existem poucos estudos relacionados ao tema. A autora observa que a pesquisa bibliográfica e exploratória é útil quando se conhece pouco sobre o assunto. Isso porque esse tipo de estudo proporciona ao pesquisador detalhes que o fazem conhecer com mais profundidade o tema, construindo-se, assim, questões importantes para a pesquisa.

Nessa esteira, Martins e Theóphilo (2009, p. 54) comentam que:

Uma pesquisa bibliográfica procura explicar e discutir um assunto, tema ou problema com base em referências publicadas em livros, periódicos, revistas, enciclopédias, dicionários, jornais, sites, CDs, anais de congressos, etc. Busca conhecer, analisar e explicar contribuições sobre determinado assunto, tema ou problema.

Entende-se então que o objetivo da pesquisa bibliográfica é construir uma plataforma teórica do estudo, buscando conhecer, analisar, discutir e explicar o assunto. (MARTINS; THEÓPHILO, 2009).

A pesquisa bibliográfica foi a principal estratégia de pesquisa utilizada neste estudo na identificação dos elementos relevantes para a avaliação de uma empresa, no que se refere às informações contábeis e financeiras. Utilizou-se ainda, para a condução do estudo, a teoria concernente à divulgação contábil.

Os itens elencados na estrutura de avaliação de desempenho, baseada nas informações divulgadas nas demonstrações contábeis de companhias brasileiras para investidores de *private equity*, apresentada no item 2.5, foram determinados como base na pesquisa bibliográfica, relativa ao modelo de avaliação de ativos e de empresas, e fluxo de caixa descontado, itens 2.3 e item 2.4 deste estudo. Sobre isso, Martins e Theóphilo (2009, p. 88) relatam que “busca por documentos relevantes são importantes em diversos planejamentos para a coleta de informações, dados e evidências”.

A estratégia da pesquisa documental é a utilização de documentos como fonte de dados, informações e evidências, subsidiando o melhor entendimento dos achados, corroborando evidências coletadas por outros instrumentos e outras fontes, possibilitando a confiabilidade desses achados pela triangulação de dados. (MARTINS; THEÓPHILO, 2009)

Os documentos utilizados nesta pesquisa foram as demonstrações financeiras das empresas constantes da amostra. Efetuou-se uma triangulação entre as informações apresentadas nas demonstrações financeiras e os itens mencionados na estrutura de avaliação de desempenho comentada no Quadro 32, com vistas a corroborar o achado, isto é, a proposição de tal estrutura. Logo, foram analisadas as demonstrações financeiras das companhias constantes da amostra, objetivando a identificar se esses elementos estão contemplados nas demonstrações financeiras e/ou podem ser calculados por meio das informações apresentadas.

Nesse sentido, Martins e Theóphilo (2009, p. 107) informam que: “As pesquisas quantitativas são aquelas em que os dados e as evidências coletadas podem ser mensurados. Os dados são filtrados, organizados e tabulados, enfim, preparados para serem submetidos as técnicas e/ou testes estatísticos.”

Pesquisas qualitativas são aquelas em que os dados e as evidências obtidos não são passíveis de mensuração, pedem descrições, compreensões, interpretações, análises de informações, fatos e ocorrências, não são expressos por dados e números.

Sobre isso, Martins e Theóphilo (2009, p. 107) explicam que: “O fato de apresentarem características avaliativas distintas não impede que as pesquisas científicas adotem

avaliações quantitativas e qualitativas”. Nesta pesquisa apresentam-se tanto avaliações quantitativas quanto qualitativas.

Qualitativas porque se observa que parte da análise deriva da existência de termos e da avaliação de elementos textuais; ou seja, faz-se uma leitura das demonstrações financeiras das empresas selecionadas, para identificar se os itens elencados na estrutura de avaliação de desempenho apresentados no item 2.5 são divulgados nos relatórios contábil-financeiros com qualidade. Quantitativas porque os dados derivados dessa leitura são analisados através de uma técnica estatística descritiva.

O estudo descritivo não tem o compromisso de explicar os fenômenos que descreve, mas de produzir resultados que podem vir a suportar tal explicação (VERGARA, 2009). Estatística descritiva é aquela em que há a organização, sumarização e descrição de um conjunto de dados, pela construção de gráficos, tabelas e do cálculo de medidas, a fim de melhor compreender uma variável expressa no conjunto de dados sob análise. (MARTINS; THEÓPHILO, 2009).

Nesta pesquisa, é possível também identificar um enfoque quantitativo, pois os dados são organizados e agrupados em tabelas para, posteriormente, ser analisados: avalia-se o percentual de empresas que divulgam em suas demonstrações contábeis todos os itens elencados na estrutura de avaliação de desempenho apresentada no item 2.4; identificam-se aquelas que divulgam mais de 80%, menos de 50% e menos de 20%; apontam-se os itens divulgados por todas as empresas, assim como aqueles que não são divulgados por nenhuma delas.

Os itens elencados na estrutura de avaliação de desempenho ora mencionada são classificados em itens relacionados à análise do resultado, à avaliação do fluxo de caixa e outros, observando-se, também, por meio da tratativa dos dados obtidos, qual deles tem maior quantidade de informação divulgada nas demonstrações financeiras.

Nessa esteira, Martins e Teóphilo (2009, p. 123) ressaltam que: “De acordo com determinado critério é escolhido intencionalmente um grupo de elementos que irão compor a amostra. O investigador se dirige, intencionalmente, a um grupo de elementos dos quais deseja saber opiniões”.

Nesta pesquisa, utilizou-se uma amostra intencional. Por se tratar de uma estrutura de análise de desempenho de companhias brasileiras para os *private equity*, definiu-se como amostra companhias que são potenciais alvos de investimento dessas entidades e com dados públicos disponíveis.

Já foi comentado que os *private equity* são veículos de investimento que aportam recursos em empresas de grande potencial de crescimento, mas com pouco capital suficiente para suportá-lo, com o intuito de atuar na administração e gestão da entidade, a fim de alavancar o negócio e, posteriormente, realizar um desinvestimento; isto é, a venda da participação para empresas maiores do setor ou o lançamento de uma OPA, objetivando então à maximização dos lucros para seus investidores.

Ao considerar então o perfil das empresas-alvo das entidades de *private equity* e a disponibilidade de dados, conclui-se que as companhias listadas no segmento BOVESPA MAIS seriam mais adequadas para o desenvolvimento desta pesquisa.

O BOVESPA MAIS é um segmento que visa a contribuir para o desenvolvimento do mercado de ações brasileiro, pois se destina a pequenas e médias empresas com potencial de crescimento, que precisam captar recursos para alavancar seus negócios e não têm toda estrutura necessária para fazer uma OPA.

Sobre isso, BOVESPA (2014) aponta que:

Com o objetivo de contribuir para o desenvolvimento do mercado de ações brasileiro, a BM&FBOVESPA criou o Bovespa Mais. Idealizado para empresas que desejam acessar o mercado de forma gradual, esse segmento tem como objetivo fomentar o crescimento de pequenas e médias companhias via mercado de capitais. A estratégia de acesso gradual permite que a sua empresa se prepare de forma adequada e ao mesmo tempo a coloca na “vitrine” do mercado, aumentando sua visibilidade para os investidores.

O Bovespa Mais possibilita a realização de captações menores se comparadas ao Novo Mercado, mas suficientes para financiar o seu projeto de crescimento. As empresas listadas no Bovespa Mais tendem a atrair investidores que visualizem um potencial de desenvolvimento mais acentuado no negócio. As ofertas de ações podem ser destinadas a poucos investidores e eles geralmente possuem perspectivas de retorno de médio e longo prazo.

Conforme ressaltado, o Bovespa Mais permite efetuar a listagem sem oferta, ou seja, você pode listar a sua empresa na Bolsa e tem até 7 anos para realizar o IPO. Essa possibilidade é ideal para as empresas que desejam acessar o mercado aos poucos. Você pode trabalhar na profissionalização do seu negócio visando somente a listagem e depois terá mais tempo para realizar a oferta pública de ações. Ao desvincular um momento do outro, o acesso ao mercado tende a ser mais tranquilo e o nível de preparação da sua empresa mais alto.

As companhias listadas no segmento BOVESPA MAIS em 31.12.2014 são as mencionadas no Quadro 33.

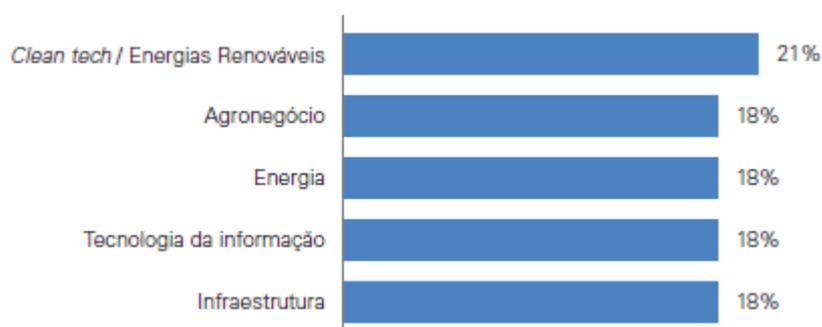
### QUADRO 33 – COMPANHIAS DO SEGMENTO BOVESPA MAIS

RAZÃO SOCIAL	NOME DE PREGÃO
ALTUS SISTEMA DE AUTOMAÇÃO S.A.	ALTUS S/A
BIOMM S.A.	BIOMM
CIA ÁGUAS DO BRASIL - CAB AMBIENTAL	CABAMBIENTAL
DESENVIX ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.	DESENVIX
JP PARTICIPACOES S.A.	LFPARTICIP
NORTEC QUÍMICA S.A.	NORTCQUIMICA
NUTRIPLANT INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	NUTRIPLANT
QUALITY SOFTWARE S.A.	QUALITY SOFT
SENIOR SOLUTION S.A.	SENIOR SOL

Fonte: Adaptado de BOVESPA (2014)

Ocorre que o interesse dos gestores dos fundos de *private equity* é em setores específicos, sendo os cinco principais apresentados no Gráfico 3.

### GRÁFICO 3: FOCO DE INTERESSE DOS GESTORES POR SETORES ESPECÍFICOS



Fonte: Adaptado de KPMG (2014)

Para determinar o período da pesquisa, avaliou-se se os relatórios contábeis financeiros apresentaram grandes modificações, desde a convergência das práticas contábeis adotadas no Brasil para os IFRS, e concluiu-se que isso não ocorreu.

Também se identificou a necessidade temporal da informação para os *private equity* e observou-se que esses estão interessados na situação atual e nas perspectivas de futuro da empresa.

Por meio dessas análises, conclui-se que a data base mais adequada para a aplicação da pesquisa é o período mais recente das demonstrações financeiras anuais publicadas

pelas companhias registradas no segmento BOVESPA MAIS, que atuam nos segmentos que são foco de interesse dos gestores de *private equity*.

Desse modo, obteve-se a amostra das demonstrações financeiras das companhias listadas no Quadro 34.

**QUADRO 34 – COMPANHIAS LISTADAS NO BOVESPA MAIS QUE ATUAM NAS ÁREAS DE ENERGIA RENOVÁVEIS, AGRONEGÓCIO, ENERGIA, TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO E INFRAESTRUTURA**

RAZÃO SOCIAL	NOME CURTO	SEGMENTO
CIA ÁGUAS DO BRASIL - CAB AMBIENTAL	CAB	ENERGIA RENOVÁVEL
DESENVIX ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.	DESENVIX	ENERGIA RENOVÁVEL
QUALITY SOFTWARE S.A.	QUALITY	TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO
SENIOR SOLUTION S.A.	SENIOR	TECNOLOGIA DA INFORMAÇÃO

Fonte: Adaptado de BOVESPA (2014)

O Quadro 35 demonstra a operacionalização da pesquisa.

**QUADRO 35 – OPERACIONALIZAÇÃO DA PESQUISA**

1º.	Realizar-se-á uma pesquisa bibliográfica para identificar os elementos relevantes em uma avaliação de empresas por parte da indústria de <i>private equity</i> .
2º.	Determinar-se-á uma estrutura de avaliação de desempenho baseada nas informações divulgadas nas demonstrações contábeis com o objetivo de atender os investidores de <i>private equity</i> , conforme apresentado no item 2.4 deste estudo.
3º.	Analisar-se-á as demonstrações financeiras de 31.12.2014, das empresas listadas no segmento BOVESPA MAIS dos segmentos de interesse dos gestores dos fundos de <i>private equity</i> .
4º.	Identificar-se-á quais itens da estrutura de avaliação de desempenho mencionada no passo 2 foram divulgados ou podem ser obtidos nas demonstrações financeiras analisadas no passo 3.
5º.	A partir dos resultados obtidos no passo 4 preparar-se-á uma tabela, por empresa, informando a existência ou não dos itens constantes da estrutura de avaliação determinadas no passo 2.
6º.	Preparar-se-á uma análise estatística descritiva a partir dos resultados obtidos no passo 4 e 5.

Fonte: Do autor.

#### 4 DISCUSSÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta pesquisa trouxe resultados inovadores, pois existem pesquisas na área de *private equity*, mas poucas têm abordado como os fundos de *private equity* utilizam as informações financeiras.

Esta pesquisa apresentou uma estrutura de avaliação de desempenho com base nas informações divulgadas nas demonstrações financeiras de companhias brasileiras, que sejam úteis para os fundos de *private equity* avaliarem empresas, onde pretendem investir e aquelas nas quais já possuem participação. A seguir, apresentam-se os resultados obtidos.

Na Tabela 1 identificam-se os itens apresentados na estrutura de avaliação de desempenho que não foram aplicáveis a nenhuma das empresas da amostra.

**TABELA 1 – ITENS APRESENTADOS NA ESTRUTURA DE AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO DE COMPANHIAS BRASILEIRAS PELOS INVESTIDORES DE PRIVATE EQUITY NÃO APLICÁVEL A NENHUMA DAS EMPRESAS DA AMOSTRA**

---

Itens
Passivos atuariais derivados de plano de pensão e pós emprego
Valores dos ajustes dos passivos atuariais no ano
Pagamento baseado em ações concedido a funcionário e ou terceiros
Instrumentos híbridos de patrimônio líquido e dívidas
Reestruturação de dívidas
Quantidade e valor de ações em tesouraria

---

Fonte: Do autor

Dos 66 itens apresentados na estrutura de avaliação de desempenho, seis não foram aplicáveis a nenhuma das empresas constantes da amostra, isto é, 9%. Deve-se ainda considerar que se trata de transações não usuais e complexas, normalmente identificadas em empresas mais desenvolvidas e estruturadas.

Observa-se que alguns itens da estrutura desenvolvida não foram evidenciados ou divulgados em nenhuma das demonstrações financeiras das empresas da amostra, como demonstrado na Tabela 2.

**TABELA 2 – ITENS APRESENTADOS NA ESTRUTURA DE AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO DE COMPANHIAS BRASILEIRAS PELOS INVESTIDORES DE *PRIVATE EQUITY* NÃO DIVULGADOS EM NENHUMA DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS DAS EMPRESAS DA AMOSTRA**

---

Itens
Ativos Não Operacionais
Perdas reais com estoques
Itens que compõe o capital de giro
Total dos arrendamentos mercantis financeiros
<i>Non Operating Profit After Taxes</i> - NOPAT
<i>Weighted Average Cost of Capital</i> - WAAC
<i>Free Cash Flow</i> - FCF
Comportamento das vendas, custo, margens
Contas contábeis com variações significativas
Principais estratégias da Empresa
Concentrações de risco (clientes, câmbio, tecnologia, etc)

---

Fonte: Do autor

Dos 66 itens contemplados na estrutura desenvolvida, 11 não foram informados por nenhuma das empresas constantes da amostra, isto é, 17%. A ausência dessas informações deriva provavelmente do fato de a divulgação desses itens não ser requerida pelas normas de contabilidade.

Cabe observar que a maior parte desses itens está relacionada à estratégia operacional e financeira da empresa. Assim, as informações podem não ter sido divulgadas pelo fato de que as empresas não quiseram expô-las aos concorrentes, e que, muitas vezes, não são empresas de capital aberto com informações financeiras de acesso público. Todavia, informações como o comportamento de vendas, custos, EBITIDA e algumas estratégias são apresentados no relatório da administração.

Ocorre que itens como o Fluxo de Caixa Livre (*Free Cash Flow*), a taxa de custo de capital (WAAC) e as projeções das operações, que advêm do histórico do comportamento de vendas, custo, margens e outras contas contábeis, essenciais na precificação de uma empresa, não foram divulgados. Por se tratar de informações relevantes e que não têm muito custo para sua produção, sugere-se que sejam evidenciadas ou divulgadas nas demonstrações financeiras das empresas.

Em contrapartida, 38 itens estiveram presentes em mais de 60% das empresas da amostra, representando 58% do total de itens contemplados na estrutura desenvolvida. Esse alto índice de presença dos termos indica que os itens constantes da estrutura são importantes na avaliação de desempenho das empresas, e corrobora a possibilidade da utilização de tal estrutura no processo de estimação do valor de uma empresa.

**TABELA 3 – ITENS APRESENTADOS NA ESTRUTURA DE AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO DE COMPANHIAS BRASILEIRAS PELOS INVESTIDORES DE *PRIVATE EQUITY* DIVULGADO NA DEMONSTRAÇÃO FINANCEIRA DAS EMPRESA DA AMOSTRA**

Empresas	Quality	Senior	Desenvix	CAB	Percentual de Presença
Resultado do exercício	Sim	Sim	Sim	Sim	100%
Geração de caixa	Sim	Sim	Sim	Sim	100%
Itens que não afetam caixa	Sim	Sim	Sim	Sim	100%
Ganhos e perdas registrados em conta do patrimônio líquido que irão transitar pelo resultado do exercício no futuro - Ajuste de avaliação patrimonial	Sim	Sim	Sim	Não se aplica	100%
Juros	Sim	Sim	Sim	Sim	100%
Depreciação e Amortização	Sim	Sim	Sim	Sim	100%
Impostos que podem vir a ser pagos derivados de diferenças temporárias	Não	Sim	Sim	Sim	75%
Alíquotas nominal e efetiva do imposto de renda e contribuição social	Não	Sim	Sim	Sim	75%
Reconciliação entre as alíquotas nominal e efetiva do imposto de renda e contribuição social	Não	Sim	Sim	Sim	75%
Ajustes relativos a redução a valor recuperável ( <i>impairment</i> ) e redução a valor realizável.	Sim	Sim	Sim	Não se aplica	100%
Provisões para contingências	Não	Sim	Sim	Sim	75%
Contingências possíveis	Sim	Não	Sim	Sim	75%
Planos de pensão e pós emprego	Não se aplica	Não se aplica	Não se aplica	Sim	100%

CONTINUA

Instrumentos de dívida conversíveis em ações	Sim	Não se aplica	Não se aplica	Não se aplica	100%
Intangíveis reconhecidos ou não nas demonstrações financeiras	Sim	Sim	Sim	Sim	100%
Investimentos e suas técnicas de avaliação	Não se aplica	Sim	Sim	Sim	100%
Resultado dos investimentos em outras empresas por técnica de valorização.	Não se aplica	Sim	Sim	Sim	100%
Caixa e equivalente de caixa	Sim	Sim	Sim	Sim	100%
Transações com partes relacionadas	Sim	Sim	Sim	Sim	100%
Remuneração aos acionistas (dividendos, JCP, outros)	Sim	Sim	Sim	Sim	100%
Total do endividamento de curto prazo	Não se aplica	Sim	Sim	Sim	100%
Total do endividamento de longo prazo	Sim	Sim	Sim	Sim	100%
Total do Endividamento	Sim	Sim	Sim	Sim	100%
Taxa média de juros das captações	Não	Sim	Sim	Sim	75%
Despesas financeiras	Sim	Sim	Sim	Sim	100%
Garantias concedidas	Não	Não se aplica	Sim	Sim	66,6%
Capital social	Sim	Sim	Sim	Sim	100%
Quantidade de ações preferenciais	Sim	Sim	Não se aplica	Não se aplica	100%
Quantidade de ações ordinárias	Sim	Sim	Sim	Sim	100%
Reserva para investimentos	Sim	Sim	Não se aplica	Não se aplica	100%
<i>Return Over Equity - ROE</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	100%
<i>Return Over Asset - ROA</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	100%

<i>Return of Invested Capital - ROIC</i>	Sim	Sim	Sim	Sim	100%
<i>Earnings Before Taxes, Interest, Depreciation and Amortization - EBTIDA</i>	Sim	Sim	Sim	Não	75%
Composição das receitas	Não	Sim	Sim	Sim	75%
Composição dos custos	Não	Sim	Sim	Sim	75%
Principais riscos <ul style="list-style-type: none"> <li>• Operacionais</li> <li>• Financeiros</li> <li>• Mercado</li> </ul>	Não	Sim	Sim	Sim	75%
Existência de ressalvas e parágrafos de ênfase no relatório de auditoria	Não se aplica	Não se aplica	Não se aplica	Sim	100%

Fonte: Do autor.

CONCLUSÃO

Ademais, que 27 itens da estrutura de avaliação de desempenho desenvolvida estiveram presentes em 100% das demonstrações financeiras pesquisadas, isto é, 41%, foram divulgados por todas empresas objeto deste estudo.

Pela análise da Tabela 4, nota-se que a média de presença dos itens da estrutura de avaliação de desempenho desenvolvida nas demonstrações financeiras pesquisadas é de 66,02%, sendo a Empresa Quality Solution S.A aquela com o menor índice de divulgação, 48,08%, e a CAB com o maior índice, 73,08%.

O segmento de Energia Renovável tem uma média percentual de presença dos itens da estrutura da avaliação de desempenho desenvolvida melhor do que a do segmento de Tecnologia da Informação, sendo, respectivamente 73% e 59%. Observa-se que os auditores independentes das empresas do segmento de Energia Renovável são entidades que fazem parte das quatro maiores empresas de auditoria do mundo, PriceWaterhouse e KPMG, enquanto o auditor das empresas de Tecnologia da Informação é de uma empresa de auditoria local, brasileira.

**TABELA 4 – OBSERVAÇÃO PERCENTUAL QUANTO A PRESENÇA DOS ITENS APRESENTADOS NA ESTRUTURA DE AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO DE COMPANHIAS BRASILEIRAS PELOS INVESTIDORES DE *PRIVATE EQUITY* NAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS DAS EMPRESAS DA AMOSTRA**

Empresas	Divulgado		Não Divulgado		Não Aplicável		Aplicáveis	Percentual de Presença	Total Geral
	%		%		%				
QUALITY	25	37,88%	27	40,91%	14	21,21%	52	48,08%	66
SENIOR	38	57,58%	16	24,24%	12	18,18%	54	70,37%	66
DESENVIX	37	56,06%	14	21,21%	15	22,73%	51	72,55%	66
CAB	38	57,58%	14	21,21%	14	21,21%	52	73,08%	66
Média	34,5		17,75		13,75		52,25	66,02%	66
Total	138		71		55		209		264

Fonte: Do autor

Apesar de itens como *Free Cash Flow*, WAAC e dados históricos sobre as operações não serem divulgados, o alto índice da média da presença dos itens da estrutura desenvolvida nas demonstrações financeiras das empresas analisadas indica que os itens constantes da estrutura são importantes na avaliação de desempenho das empresas. Adicionalmente, corrobora a possibilidade da utilização de tal estrutura no processo de estimação do valor de uma empresa.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os *private equity* precisam que as informações relativas à avaliação de desempenho de uma empresa sejam apresentadas de uma forma clara, objetiva, prática, para que possam estimar o valor de uma empresa-alvo e analisar a rentabilidade de seus investimentos.

Diante do exposto, neste estudo, procurou-se desenvolver uma estrutura de avaliação de desempenho de companhias brasileiras, a partir da bibliografia, corroborada com as informações divulgadas em suas demonstrações financeiras, a fim de auxiliar os investidores de *private equity* em estimar o valor de uma entidade.

Por meio de uma pesquisa bibliográfica, identificou-se os elementos relevantes na avaliação de uma empresa no que se refere às informações contábeis e financeiras e, a partir daí, desenvolveu-se a referida estrutura.

Pela avaliação do conteúdo das demonstrações financeiras de 31 de dezembro de 2014, das quatro empresas registradas no BOVESPA MAIS dos segmentos de Energia Renovável e Tecnologia da Informação, identificou-se que: dos 66 itens contemplados na estrutura desenvolvida, 9% não foram aplicáveis a nenhuma das empresas constantes da amostra; 17% não foram informados por nenhuma das empresas constantes da amostra; 58% estiveram presentes em mais de 60% das demonstrações financeiras das empresas objeto da amostra e 41% foram divulgados por todas as empresas.

Os itens não aplicáveis são transações não usuais e complexas, normalmente identificadas em empresas mais desenvolvidas e estruturadas. Os itens não informados por nenhuma das empresas são essenciais na precificação de uma empresa; logo, sugere-se que sejam evidenciados ou divulgados nas demonstrações financeiras.

Identificou-se ainda que o segmento de Energia Renovável tem uma média percentual de presença dos itens da estrutura da avaliação de desempenho desenvolvida melhor do que o segmento de Tecnologia da Informação. Ademais, que os auditores independentes das empresas desse segmento são entidades que fazem parte das quatro maiores empresas de auditoria do mundo.

A média de presença dos itens da estrutura de avaliação de desempenho desenvolvida nas demonstrações financeiras pesquisadas é de 66,02%, sendo a empresa Quality Solution S.A aquela com o menor índice de divulgação, 48,08%, e a CAB com o maior índice, 73,08%.

Diante do exposto, pode-se concluir que o objetivo proposto neste estudo foi alcançado, pois desenvolveu-se uma estrutura de avaliação de desempenho a partir da bibliografia e os itens contemplados nessa estrutura apresentaram um alto índice de presença nas demonstrações financeiras das empresas analisadas, corroborando a possibilidade da utilização de tal estrutura no processo de estimação do valor de uma empresa.

Observa-se ainda que itens como *Free Cash Flow*, *WAAC* e dados históricos sobre as operações poderiam ser divulgados, na medida em que as notas explicativas das demonstrações financeiras fossem aprimoradas. Cabe lembrar que o IASB tem um projeto chamado *Disclosure Initiative*, que objetiva a explorar como as divulgações em IFRS poderiam ser melhoradas para se tornarem mais úteis, principalmente aos investidores e credores.

No decorrer desta pesquisa, identificou-se a oportunidade de novas pesquisas relacionadas ao tema. Sugere-se obter a opinião dos investidores de *private equity* acerca da aplicabilidade da estrutura de avaliação de desempenho desenvolvida.

## REFERÊNCIAS

ALMEIDA, L. B.; FREITAG, V. C. Evidenciação contábil. In: RIBEIRO FILHO, J. F.; LOPES, J.; PEDERNEIRAS, M. (Org.). **Estudando teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2009. cap. 15, p. 269.

ARAGÃO, M. Amor de gringo: turbinada por versões inteligentes, indústria global de fundos de índice atinge recorde de patrimônio sob gestão. Falta agora deslanchar por aqui. **Capital Aberto**, São Paulo, SP, v. 12. n. 138, p. 38-42, fev. 2015.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY. **ABVCAP e KPMG divulgam estudo que mostra aumento capital disponível para investimentos no setor de private equity**. Abr. 2015. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/sala-de-imprensa/noticias-abvcap.aspx?c=pt-BR&id=3018>>. Acesso em: 29 abr. 2015.

BEUREN. I. M. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade, teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2003.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BOVESPA). **Companhias Listadas**. São Paulo, 2014. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 25 jun. 2014.

CALANDRO J. The most important thing is value realization. **The Journal of Private Equity**, [S. l.], v. 15, n. 4, p. 89-94, Oct. 2012. Disponível em <<http://www.ijournals.com/doi/abs/10.3905/jpe.2012.15.4.089>>. Acesso em: 30 jul. 2014.

CAMPELO, K. S. **Características qualitativas da informação contábil**: uma análise do grau de entendimento dos gestores financeiros das empresas do setor elétrico brasileiro. 2007. 122 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis)-Universidade Federal de Pernambuco. Recife, 2007.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). **Estrutura conceitual para elaboração e divulgação de relatório contábil-financeiro**. Brasília, dez. 2011. Disponível em : <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos/Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=80>>. Acesso: 05 ago. 2014.

\_\_\_\_\_. **CPC 04 R1**: ativo intangível. Brasília, dez. 2010. Disponível em : <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=35>>. Acesso em: 25 mar. 2015.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas**: valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

COSTA, L. G. T. A.; COSTA, L. R. T. A.; ALVIM, M. A. **Valuation**: manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM n. 391**, de 16 de julho de 2003, que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimentos em Participações. Disponível em:

<[www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst391consolid.doc](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst391consolid.doc)> Acesso em: 03 out. 2014.

CUNHA, M. F.; MARTINS, E., ASSAF NETO, A. Avaliação de empresas no Brasil pelo fluxo de caixa descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista dos direcionadores de valor nas ofertas públicas de aquisição de ações. **Revista de Administração**, São Paulo, SP, v.49, n. 2, p.251-266, abr./maio/jun. 2014. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rausp/v49n2/04.pdf>>. Acesso em: 30 jul. 2014.

DHALIWAL, D. S. et al. Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: international evidence on corporate social responsibility disclosure. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 87, n. 3, p. 723–759, 2012. Disponível em: <<http://www.aaajournals.org/doi/abs/10.2308/accr-10218>>. Acesso em: 01 ago. 2014.

DAMODARAM, A. **Avaliação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB). **Statement of financial accounting concepts n. 8**: conceptual framework for financial reporting. New York, Sept. 2010. Disponível em: <[http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobkey=id&blobnocache=true&blobwhere=1175822892635&blobheader=application%2Fpdf&blobheadername2=Content-Length&blobheadername1=Content-Disposition&blobheadervalue2=210323&blobheadervalue1=filename%3DConcepts\\_Statement\\_No\\_8.pdf&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs](http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobkey=id&blobnocache=true&blobwhere=1175822892635&blobheader=application%2Fpdf&blobheadername2=Content-Length&blobheadername1=Content-Disposition&blobheadervalue2=210323&blobheadervalue1=filename%3DConcepts_Statement_No_8.pdf&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs)>. Acesso em: 05 ago. 2014.

GANNON, D. J. International Financial Reporting Standards - Mudança de paradigma na divulgação das informações financeiras. **Wall Street Lawyer**, v. 11, n. 7, p. 1-6, jul. 2007. Disponível em: <<http://www.deloitte.com.br/publicacoes/2007/Artigo%20IFRS.pdf>>. Acesso em: 14 ago. 2014.

GLAUTIER, M. E. W; UNDERDOWN, B.; MORRIS, D. **Accounting theory and practice**. 8th ed. New York: Pearson, 2011.

GALLERY, G.; COOPER, E.; SWEETING, J. Corporate disclosure quality: lessons from Australia Company on the impact of adopting international financial reporting standards. **Accounting Review**, Hooboken, NJ, v. 18, n. 3, p. 257-273, Sept. 2008. Disponível em: <[http://onlinelibrary.wiley.com/journal/10.1111/\(ISSN\)1835-2561/homepage/ProductInformation.html](http://onlinelibrary.wiley.com/journal/10.1111/(ISSN)1835-2561/homepage/ProductInformation.html)>. Acesso em: 01 ago. 2014.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Accounting theory**. 5 ed. Boston, Massachusetts: Irwin Mac Graw Hill, 1992.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD BOARD (IASB). **The conceptual framework for financial report**. Londres, Sept. 2010. Disponível em: <[http://eifrs.ifrs.org/eifrs/bnstandards/en/2014/conceptual\\_framework\\_unaccompanied.pdf](http://eifrs.ifrs.org/eifrs/bnstandards/en/2014/conceptual_framework_unaccompanied.pdf)>. Acesso em: 05 ago. 2014.

\_\_\_\_\_. **Disclosure initiative**. Londres, Sept. 2014. Disponível em: <<http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Disclosure-Initiative/Pages/Disclosure-Initiative.aspx>>. Acesso em: 01 out. 2014.

KOLLER, T; GOEDHART, M.; WESSELS, D. **Valuation: measuring and managing the value companies**. 4. ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2005.

KOTHARI, S.P.; LI, X.; SHORT, J. E. The effect of disclosures by management, analysts, and business press on cost of capital, return volatility, and analyst forecasts: a study using content analysis. **The Accounting Review**. Sarasota, FL, v. 84, n. 5, p. 1639-1670, dec. 2009. Disponível em: <<http://www.aaajournals.org/doi/abs/10.2308/accr.2009.84.5.1639>>. Acesso em: 01 ago. 2014.

KPMG AUDITORES INDEPENDENTES. **Consolidação de dados da indústria de private equity e venture capital no Brasil: 2011, 2012, 2013. c2014**. Disponível em: <<http://abvcap.com.br/Download/Estudos/2716.pdf>>. Acesso em: 03 out. 2014.

LAFFIN, M. A pesquisa nos cursos de ciências contábeis. **Revista de Ciências da Administração – RCA**, Santa Catarina, SC, v. 2, n. 4, set. 2000. Disponível em: <<https://periodicos.ufsc.br/index.php/adm/article/view/8056>>. Acesso em jun. 2014.

LEE, Y. B. A study of evaluation criteria for disclosure and transparency. **The Journal of American Academy of Business**, Cambridge, UK, v. 17, n. 2, p. 139–146, 2012. Disponível em: <<http://www.jaabc.com/journal.htm>>. Acesso em: 30 sep. 2014.

LIMA, I. G. **Índice de conformidade de evidenciação (ICE): uma aplicação**. 2010. 133 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP, São Paulo, 2010.

LIMA, D. H. S. et al. Impacto do nível de evidenciação de informações contábeis, sobre a precificação de ações no contexto de seleção adversa: uma pesquisa experimental. **Revista Brasileira de Gestão e Negócios - RBGN**. São Paulo, SP. v. 14, n. 43, p. 159-175, abr./jun. 2012.

LIMA, M.V.A. et al (a). Avaliação de micro e pequenas empresas utilizando a metodologia multicritério e o método do fluxo de caixa descontado. **Revista de Ciências da Administração**. São Paulo, SP. v. 12, n. 26, p. 48-71, jan./abr. 2010.

LIVINAT, J.; SANTICCHIA, M. Cash flows, accruals and future returns. **Financial Analysts Journal**, Charlottesville, Virginia, v. 62, n. 4, p. 48, Jul./Aug. 2006. Disponível em: <<http://www.cfapubs.org/doi/abs/10.2469/faj.v62.n4.4186>>. Acesso em: 30 jul. 2014.

MAIA, S. Chance inesperada: apesar dos números macroeconômicos ruins, aplicações de fundos em participações aumentam em 2014. **Carta Capital**, São Paulo, SP, v. 21. n. 834, p. 40-42, jan. 2015.

MARION, J. C. **Contabilidade básica**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MARQUES, V. A.; SOUZA, A. A. **A influência dos modelos de valuation no processo decisório dos fundos de venture capital/private equity**. Finanças Aplicadas, São Paulo, SP, v. 1, p. 1-17, mai. 2012. Disponível em: <<http://www.financasaplicadas.net/ojs/index.php/financasaplicadas/article/viewArticle/51>>. Acesso em: 03 out. 2014.

MARTINS, A. M.; THEÓPHILO, C., R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MARTINS, A. The valuation of privately held firms and litigation: a case study. **International Journal of Law and Management**, Bingley, UK, v. 53 n. 3, p. 207-220, 2011. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/17542431111133436>>. Acesso em: 30 set. 2014.

MITCHEL, D. Cheios de grana: sem pressa, gestores de private equity se debruçam sobre as preciosas oportunidades que afloram dos escombros da crise. **Capital Aberto**, São Paulo, SP, v. 12. n. 140, p. 23-26, abr. 2015.

PALEPU, K. G.; HEALY, P., M. **Business analysis and valuation using financial statements**. 4th ed. Mason, OH: Thomson, 2004.

POUNDER, B. Full disclosure versus effective disclosure. **Strategic Finance Financial Report**, Sydney, Australia, v. 94, n. 2, p. 17-18, Aug. 2012. Disponível em <<http://www.readperiodicals.com/201208/2742095181.html>>. Acesso em: out. 2014.

RIBEIRO, L.L. **O modelo brasileiro de private equity e venture capital**. 2005. 147 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2005.

SANTOS, J. O.; WATANABE, R. Uma análise da correlação entre o EVA e o MVA no Contexto das Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 12, n. 1, p. 19-32, jan./mar. 2005. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rege/article/view/36507>>. Acesso em: 30 sep. 2014.

SAURIN, V.; COSTA JÚNIOR, N. C. A.; ZILIO A. C. S. Estudo dos modelos de avaliação de empresas com base na metodologia do fluxo de caixa descontado: estudo de caso. **Revista de Ciências da Administração**, São Paulo, v. 9, n. 18, p. 123-148, mai./ago. 2007.

SMOLARSKI, J.; WILNER, N.; YANG, W. The use of financial information by private equity funds in evaluating new investments. **Review of Accounting and Financial**. Bingley, UK, v. 10, p. 46-68, dez. 2011. Disponível em: <<http://www.emeraldgroupublishing.com/about/index.htm>>. Acesso em: 30 set. 2014.

VERGARA, Sylvia Constant. **Métodos de coleta de dados no campo**. São Paulo: Atlas, 2009.

VYDRZEL, K.; SOUKUPOVA, V. Empirical examination or valuation method used in private equity practice in Czech Republic. **The Journal of Private Equity**. New York,

v. 16, n. 1, Dec. 2012. Disponível em:  
<<http://www.ijournals.com/doi/abs/10.3905/jpe.2012.15.4.089>>. Acesso em: 30 set.  
2014.

## GLOSSÁRIO

**BENCHMARKING:** Processo de comparação da empresa com seus concorrentes.

**BIASED DATA:** Dados informados de certa forma que faz com que sejam sistematicamente diferentes do parâmetro de interesses. São dados enviesados.

**BLACK-SCHOLES:** Modelo matemático utilizado para se obter o valor justo de ações.

**CHECKLIST:** Lista de verificações.

**CLEAN ENERGY:** Energia Renovável.

**COMPLIANCE:** Estar de acordo com uma regra, uma instrução interna, um comando ou um pedido; ou seja, estar em conformidade com leis e regulamentos externos e internos.

**COVENANTS:** São cláusulas contratuais de títulos de dívida, que protegem o interesse do credor, estabelecendo condições que não devem ser descumpridas. De maneira geral, caso um *covenant* seja quebrado, o credor tem o direito de requerer o vencimento antecipado da dívida.

**DISCLOSURE:** Divulgação de informações úteis comunicadas pela empresa, possibilitando uma tomada de decisão consciente.

**DISCLOSURE INITIATIVE:** Projeto do IAS que objetiva a explorar como as divulgações poderiam ser melhoradas.

**DRAG ALONG:** Cláusula contratual, que dita que os acionistas minoritários são forçados a vender suas ações quando o acionista majoritário decidir vender sua participação, comumente com o mesmo preço e demais condições. Esse direito protege acionistas majoritários.

**DUE DILIGENCE:** Processo de investigação e auditoria nas informações de empresas, fundamental para confirmar os dados disponibilizados aos potenciais compradores ou investidores.

**EARNINGS MANAGEMENT:** Ato intencional de influenciar o processo financeiro de reporte para obter ganho privado. Envolve alterar informações financeiras, a fim de levar os interessados a uma interpretação errônea sobre a performance da empresa.

**FAMILY OFFICE:** É uma empresa privada, cuja finalidade é centralizar e fazer a gestão de patrimônio familiar que, grande parte das vezes é composto por riquezas acumuladas ao longo de muitas gerações.

**FEELING:** Intuição, sentimento.

**FRAMEWORK:** Estrutura conceitual para elaboração de relatórios contábeis-financeiros.

**FULL DISCLOSURE:** Divulgação completa, adequada.

**INPUTS:** Entradas.

**IMPAIRMENT:** Redução do valor de um ativo a seu valor de recuperável.

**LEVERAGE BUY OUT:** Aquisição alavancada; caracteriza-se pela compra do controle de uma empresa, utilizando, muitas vezes, dívida e dando como garantia as próprias ações da empresa adquirida por um fundo de *private equity*.

**MARKET CAPITALIZATION:** É uma estimativa do valor total da empresa a partir da sua cotação em bolsa. É calculada multiplicando-se a cotação atual pelo número total de ações emitidas em circulação.

**NON EQUITY CLAIM:** Ganhos de ações que só podem ser requeridos quando todas as dívidas tiverem sido pagas; também conhecido como reclamação residual.

**PRICE-TO-EARNING:** É um indicador utilizado para analisar o valor de uma ação. Representa a relação entre o seu preço e os lucros da empresa.

**PRIVATE EQUITY:** São fundos de investimento em participações. No Brasil são condomínios fechados, administrados por gestores independentes e regulados e supervisionados pela Comissão de Valores Mobiliários.

**STAKEHOLDERS:** Trata-se das partes interessadas. É um termo usado em administração que se refere a qualquer pessoa ou entidade que afeta ou é afetada pelas atividades de uma empresa.

**STOCK OPTION:** São planos disponibilizados por empresas aos seus empregados pelos quais esses ganham o direito de adquirir ações ou valores mobiliários de emissão da empresa brasileira ou sua matriz no exterior.

**TAG-ALONG:** É uma cláusula que dá o direito de venda de ações aos minoritários, comumente com o mesmo preço e demais condições, quando o acionista majoritário se decide pela venda de sua participação. É um mecanismo de proteção dos acionistas minoritários de uma companhia.

**TARGETS:** São possíveis alvos dos fundos de *private equity*, isto é são empresas nas quais esses fundos podem ter interesse em investir.

**VALUATION:** Processo de determinação do valor, preço de uma empresa.

**VENTURE CAPITAL:** Conhecido no Brasil como Capital de Risco. É o valor que um investidor aplica num novo negócio para viabilizá-lo e transformá-lo num investimento rentável.