

FACULDADE NOVOS HORIZONTES

Programa de Pós-Graduação em Administração
Mestrado

**PROCESSO DECISÓRIO NA VALORAÇÃO DE EMPRESAS:
estudo de caso em uma empresa em Belo Horizonte/MG**

Lawrence Machado

**Belo Horizonte
2014**

Lawrence Machado

PROCESSO DECISÓRIO NA VALORAÇÃO DE EMPRESAS:
estudo de caso em uma empresa em Belo Horizonte/MG

Dissertação apresentada ao curso de Mestrado Acadêmico em Administração da Faculdade Novos Horizontes, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Wendel Alex Castro Silva

Linha de Pesquisa: Tecnologia de Gestão e Competitividade

Área de Concentração: Organização e Estratégia

Belo Horizonte
2014

ATA DE APROVAÇÃO

DECLARAÇÃO DA REVISÃO DE PORTUGUÊS

A Deus, pois sem Ele nada seria possível;

A minha esposa, pela compreensão e apoio nesta conquista;

A meus filhos queridos, pelo carinho;

pais e a meus irmãos, que
confiaram e torceram por mim.

AGRADECIMENTOS

A Deus, por me conceder a capacidade e a inteligência para realizar este trabalho.

A meus pais, esposa e filhos.

A meu orientador, Prof. Dr. Wendel, pelo empenho, dedicação e paciência na realização deste trabalho.

À Wânia, por todo o apoio na Secretaria da Faculdade Novos Horizontes.

Aos entrevistados, pela colaboração no processo de entrevistas.

“O valor de uma empresa pode ser determinado através de um dos modelos de avaliação de empresas, mas a aplicação de uma simples equação ou metodologia não pode ser considerada suficiente pelos profissionais dessa área.”

Müller e Telo (2003).

“Valuation é o processo de conversão de uma projeção em uma estimativa do valor de uma empresa ou de alguma parte da empresa.”

Palepu, Healy e Bernard (2004).

RESUMO

Os mercados têm demonstrado que muitas organizações são negociadas por valores financeiros diferenciados daqueles comprovados em seus patrimônios líquidos. Um dos fatores que devem ser levados em consideração no processo de avaliação das empresas são as expectativas futuras de desempenho organizacional. O processo de valoração de uma empresa não deve prever apenas o cálculo de seus ativos e/ou bens tangíveis, pois existem outros elementos que devem ser considerados. A valoração de empresas pode ser considerada um dos mais importantes e controversos temas relacionados à administração financeira, desde os primeiros estudos desenvolvidos. Esta pesquisa questionou e identificou os indicadores financeiros usados na valoração de empresas considerados pelos especialistas no processo de avaliação e sua influência na tomada de decisão, tendo por objetivos específicos: identificar os principais instrumentos de valoração e o processo desenvolvido na venda da empresa; e analisar os resultados obtidos, com base na escolha da métrica e em sua influência no processo decisório. O referencial teórico da pesquisa abordou o processo decisório, a valoração de empresas e suas principais metodologias, os indicadores financeiros de desempenho de uma organização, a estrutura de capital, a margem EBITDA e os critérios e premissas adotados no processo. Em relação à metodologia, optou-se por uma pesquisa qualitativa e descritiva e um estudo de caso. Como unidade de análise, considerou-se uma empresa do segmento de venda de equipamentos hospitalares e assistência técnica e com sujeitos de pesquisa definiram-se seus gestores. Como instrumentos de coleta e de análise de dados, levaram-se em consideração entrevistas semiestruturadas e a Análise de Conteúdo, respectivamente. Os principais elementos relacionados aos ativos intangíveis refletiram a visão holística, empreendedora representativa dos mais modernos princípios da atual gestão organizacional e uma imagem consolidada da organização perante seu público externo. O resultado consistiu na importância dos mecanismos de valoração no processo decisório, pois sem as metodologias apresentadas, não seria possível chegar a uma definição de valor entre as partes e no estágio de maturidade organizacional e comercial proveniente da entrada do sócio investidor, como crescimento do portfólio de produtos comercializados, aumento do capital de giro e aprimoramento dos processos gerenciais e da qualificação da equipe de funcionários.

Palavras-chave: Valoração de empresas. Processo decisório. Indicadores financeiros. Estrutura de capital. Margem EBITDA.

ABSTRACT

The markets have shown that several organizations are sold for financial values which are different from those demonstrated in their owners' equity. One of the factors which must be taken into account in the process of evaluation of the companies is the future expectations of organizational performance. The process of appraisal of a company must predict not only the calculation of its assets and/or tangible assets, for there are other elements which must be taken into account. The appraisal of companies may be considered one of the most important and controversial themes related to financial management, since the first studies which were developed. This research questioned the financial indicators used in the appraisal of companies which were taken into account by the specialists in the process of evaluation and its influence in the decision making process, having as specific objectives: to identify the main instruments of appraisal and the process developed in the sale of the company; and to analyze the results achieved, based on the choice of the metrics and on its influence in the decision making process. The theoretical framework of the research approached the decision making process, the appraisal of companies and its main methodologies, the financial indicators of performance of an organization, the capital structure, the EBITDA margin and the criteria and premises adopted in the process. In relation to the methodology, a qualitative and descriptive research and a case study were chosen. As unit of analysis, a company in the sector of sale of hospital equipment and technical assistance was considered and their managers were defined as subjects of research. As instruments of collection and of data analysis, semi-structured interviews and Content Analysis were considered, respectively. The main elements related to the intangible assets reflected the holistic and enterprising view, representative of the most modern principles of the current organizational management and a consolidated image of the organization in face of its external audience. The result consisted in the importance of the mechanisms of appraisal in the decision making process, for without the methodologies which were presented it would not be possible to achieve a definition of value among the parties and in the stage of organization and commercial maturity deriving from the entry of the investing member, such as the growth of the portfolio of products sold, increase in the working capital, and improvement of the managing processes and of the qualification of the staff.

Keywords: Appraisal of companies. Decision making process. Financial indicators. Capital structure. EBITDA margin.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1	Resumo dos modelos de avaliação.....	29
Figura 2	Esquema de análise proposto.....	48

LISTA DE QUADROS

Quadro 1	Resumo de percepções sobre o processo decisório.....	23
Quadro 2	Utilizações, aplicações e limitações dos métodos de avaliação.....	33
Quadro 3	Avaliação patrimonial de mercado.....	38
Quadro 4	Valor da empresa.....	38
Quadro 5	Relações entre o capital próprio e o financiamento.....	50
Quadro 6	Formulação do EBTIDA.....	52
Quadro 7	Vantagens e limitações do EBITDA.....	54
Quadro 8	Categorização das perguntas.....	63
Quadro 9	Análise da variação da NCG.....	66
Quadro 10	Análise do crescimento.....	67
Quadro 11	Perfil dos entrevistados.....	69

LISTA DE TABELAS

Tabela 1	Ativos intangíveis da organização.....	76
-----------------	--	----

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANVISA	Agência Nacional de Vigilância Sanitária
CVM	Comissão de Valores Imobiliários
<i>EBITDA</i>	<i>Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization</i>
EPP	Empresas de Pequeno Porte
EUA	Estados Unidos da América
EVA/MVA	<i>Economic Value Added/Market value added</i>
FCL	Fluxo de caixa livre
ME	Micro Empresa
RDC 59	Resolução da Diretoria Colegiada
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	15
1.1	Problema da pesquisa.....	17
1.2	Objetivos.....	17
1.2.1	Objetivo geral.....	18
1.2.2	Objetivos específicos.....	18
1.3	Justificativa.....	18
2	REFERENCIAL TEÓRICO	20
2.1	Processo decisório.....	20
2.2	Processo de valoração de empresas.....	28
2.3	Metodologias de valoração de empresas.....	33
2.3.1	Considerações sobre valoração de empresas.....	34
2.3.2	Critérios adotados e principais premissas utilizadas.....	35
2.3.2.1	Avaliação patrimonial contábil.....	36
2.3.2.2	Avaliação patrimonial de mercado.....	37
2.3.2.3	Fluxo de caixa descontado.....	40
2.3.2.3.1	Fluxo de caixa Livre Operacional (<i>Free Operating Cash Flow</i>).....	41
2.3.2.4	Horizonte de projeção e valor da perpetuidade.....	42
2.3.2.5	<i>Goodwill</i>	44
2.4	Indicadores financeiros utilizados na valoração.....	48
2.4.1	Estrutura de capital.....	49
2.4.2	EBITDA como indicador financeiro.....	51
3	METODOLOGIA	56
3.1	Tipo de pesquisa quanto à abordagem.....	56
3.2	Tipo de pesquisa quanto aos fins.....	57
3.3	Tipo de pesquisa quanto aos meios.....	58
3.4	Unidade de análise e os sujeitos de pesquisa.....	60
3.5	Instrumento de coleta de dados.....	60
3.6	Técnica de análise dos dados.....	62
4	AMBIÊNCIA DA PESQUISA	64
4.1	Situação da empresa.....	65
4.2	Como o estudo de <i>valuation</i> foi usado.....	66

4.3	Visitas à empresa e entrevistas.....	67
4.4	Resultados.....	67
5	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	69
5.1	Principais instrumentos de valoração utilizados na precificação de ativos.....	69
5.2	Critérios de valoração em relação à circunstância empresarial.....	74
5.3	Processo desenvolvido na venda da empresa e as lições aprendidas.....	82
5.4	Resultados obtidos com base na escolha da métrica e em sua influência no processo decisório.....	86
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	89
6.1	Limitações da pesquisa.....	91
6.2	Sugestões para pesquisas futuras.....	91
	REFERÊNCIAS.....	92
	APÊNDICE A – Termo de Esclarecimento.....	101
	APÊNDICE A – Roteiro de Entrevistas.....	102

1 INTRODUÇÃO

Os mercados têm demonstrado que muitas organizações são negociadas por valores financeiros diferenciados daqueles comprovados em seus patrimônios líquidos. Isso demonstra a necessidade de entender que a valoração das empresas envolve não somente “variáveis objetivas, como o preço das ações e o próprio patrimônio das empresas, mas também variáveis subjetivas, como credibilidade no mercado, valor da marca da empresa ou de seus produtos [...]” (MÜLLER; TELÓ, 2003, p. 97). Nesse sentido, os autores consideram que devem-se levar em consideração no processo de avaliação das empresas, são as expectativas futuras de desempenho organizacional. “Os métodos e medidas disponíveis para a avaliação acabam por envolver determinado grau de julgamento”. Por conseguinte, “os métodos variam muito e frequentemente envolvem a realização de ajustes arbitrários, baseados em evidências empíricas limitadas e no instinto”. (MÜLLER; TELÓ, 2003, p. 97).

Em um momento histórico em que o futuro se assemelha cada vez menos ao passado, faz-se necessário que os empreendedores tenham conhecimento das novas ferramentas que podem ter ao seu dispor para avaliarem o valor de suas empresas. O valor de uma empresa pode ser determinado através de um dos modelos de avaliação de empresas, mas a aplicação de uma simples equação ou metodologia não pode ser considerada suficiente pelos profissionais dessa área (MÜLLER; TELÓ, 2003, p. 97).

O processo de valoração de uma empresa não deve considerar somente o cálculo de seus ativos e/ou bens tangíveis. Existem outros elementos importantes nessa mensuração, por exemplo: a) bens intangíveis, algo que a princípio é difícil de elencar, mas que torna-se imprescindível à composição do valor final de qualquer organização; b) marca, prestígio, imagem e o valor agregado aos produtos comercializados como um diferencial; e c) fidelização de faixas de consumidores conquistados ao longo do tempo. Enfim, há uma série de investimentos que possibilitam à empresa possuir uma marca sólida e consistente no mercado. Trata-se de ativos intangíveis, que fazem parte do cálculo do custo da organização.

A valoração de empresas pode ser considerada um dos mais importantes temas relacionados à administração financeira. Desde os primeiros estudos desenvolvidos por Harry Markowitz, a partir da compreensão dos pressupostos de mercados eficientes e das novas dimensões da variável de risco, até as teorias

comportamentais em finanças, novos desafios têm sido propostos aos pesquisadores, com o intuito de elucidar os elementos que influenciam o desempenho e o valor das empresas no mercado (SANTOS; ZOTES, 2010).

Santos e Zotes (2010, p. 18) consideram que em relação às microempresas (ME) e às empresas de pequeno porte (EPP),

[...] as decisões inerentes a precificação de ativos passam a largo de qualquer ferramenta teórica, sendo de domínio, aspectos subjetivos dos tomadores de decisão. Dessa forma, a probabilidade de insucesso nas decisões são maiores, o que, de certa maneira, potencializa o índice de mortalidade e insucesso dos empreendimentos, Além da perda do capital, a alta modernidade empresarial, prejudica o desenvolvimento da cultura empreendedora, afetando, conseqüentemente, a dinâmica econômica.

Santos e Zotes (2010) explicam que a precificação das ME e das EPP comporta um caráter mais subjetivo por parte de seus proprietários, do que uma metodologia específica que possibilite formar um valor que dimensione exatamente seu custo final das ME e EPP.

Em relação à valoração das médias e das grandes empresas, Perez e Fama (2003) consideram ser importante ressaltar que

[...] a qualidade de uma avaliação é diretamente proporcional à qualidade dos dados, informações e do tempo despendido em compreender a empresa avaliada. Dessa forma, o foco do analista deve estar concentrado no processo de avaliação em si e não em seu resultado final.

Entende-se que, segundo os autores, a valoração de médias e grandes empresas exige maior responsabilidade do analista, na medida em que precisam levantar a maior quantidade de dados possível, mais precisos e corretos, procurando focar sua atenção no processo, e não somente no resultado final, demandando o tempo necessário para dar-lhe segurança na tomada de decisão quanto do valor de uma organização. Costa (2011) explica que uma aplicação equivocada de metodologias em um processo de avaliação gera um resultado destoante da realidade, podendo acarretar significativas perdas para uma das partes na negociação.

Kahneman (2002) salienta que no estudo das finanças comportamentais vem se observando divergências entre as decisões do investidor e a teoria econômica. Em Kahneman (2003), observa-se que investidores e gestores mais experientes tendem

a tomar decisões mais flexíveis e assertivas, posto que em realidades diferentes e multáveis no cenário de mercado, assim como no ambiente interno das organizações, a percepção e a intuição se mostram como fatores de grande impacto no processo de valoração e de investimentos.

Esta pesquisa procurou avaliar a influência dos indicadores financeiros utilizados na valoração de empresas na percepção dos gestores, tendo em vista as expectativas dos proprietários diante das oportunidades de investimentos. Para a possibilidade de conclusão sobre a aplicação do melhor método ou do conjunto de técnicas de avaliação no arbitramento dos valores de determinada empresa, foram consideradas as principais abordagens que tangenciam o processo de precificação das organizações. A partir das especificidades da empresa investigada, foram examinadas as aplicações dos métodos que refletissem de maneira segura uma aproximação do valor real, fornecendo aos gestores fontes confiáveis na tomada de decisão.

A necessidade de promover o aprofundamento teórico, bem como de assegurar a consistência prática para a adoção de modelos de avaliação na valoração das organizações, fundamentou esta pesquisa. Com base nas características a serem investigadas, entende-se que na execução do trabalho de campo foi possível cruzar as informações obtidas na literatura sobre os indicadores financeiros e de investimentos com a realidade encontrada na empresa objeto desta pesquisa.

1.1 Problema de pesquisa

Pretende-se com esta pesquisa responder ao seguinte questionamento: ***Qual a percepção dos gestores sobre os mecanismos de valoração de uma empresa e seu processo de venda?***

1.2 Objetivos

Com o intuito de responder ao problema de pesquisa, foram formulados os seguintes objetivos:

1.2.1 Objetivo geral

Investigar a percepção dos gestores no processo de valoração da empresa, admitindo a importância da precificação dos investimentos e sua influência na tomada de decisão.

1.2.2 Objetivos específicos

- a) Identificar os principais métodos de valoração de empresas usadas na precificação de ativos;
- b) Avaliar os métodos de valoração da empresa pesquisada em relação à circunstância empresarial;
- c) Avaliar o processo desenvolvido na venda da empresa investigada e as lições aprendidas;
- d) Analisar os resultados obtidos, com base na escolha da métrica, e sua influência no processo decisório.

1.3 Justificativa

A escolha do tema se justifica pelo fato de que, em sua aplicabilidade, os indicadores de valoração das empresas não podem ser avaliados por meio de uma simples equação ou metodologia, nem devem ser consideradas suficientes pelos profissionais da área. O uso sistematizado de alguns indicadores financeiros não reflete de maneira adequada as perspectivas da negociação. Reside aí a relevância deste estudo, com base nas perspectivas acadêmicas, organizacionais e sociais.

A análise das metodologias de avaliação e dos modelos utilizados na valoração das empresas, em muitos casos, não reflete a verdadeira grandeza das organizações. A adoção de determinados indicadores que compõem as análises financeiras, de acordo com Kuhl (2007), muitas vezes, é negligenciada por boa parte dos profissionais que atuam com a análise de precificação. Essas formulações carecem de estudos que ofereçam com segurança uma estimativa sobre a perspectiva de crescimento em admissão às medidas de desempenho de uma organização.

A percepção sobre a influência de indicadores para a valoração das empresas e a utilização de medidas confiáveis para a precificação podem exercer influência direta na formulação de novos métodos, modelos ou associações das medidas avaliativas, representando avanços significativos para a efetiva valoração das organizações. Como o tema é pouco abordado e sinalizando tendência nas perspectivas de valoração da empresa, entende-se que esta temática é bastante oportuna ao desenvolvimento de estudo na área. O uso intensivo de determinados métodos e indicadores pelos profissionais especialistas na avaliação das organizações pode ser observado sob outros enfoques e outras abordagens além daquelas comumente utilizadas.

A importância social desta pesquisa reside no fato de que as organizações modernas propiciam o crescimento e o desenvolvimento de uma nação, atuando como um importante elemento na indústria, no comércio e na prestação de serviços, assim como na criação e manutenção de emprego e renda, gerando impostos e recursos financeiros, além de impulsionar o avanço do país, ocasionando bem-estar social às pessoas (CASTRO, 1991).

Desse modo, este estudo promoverá maior entendimento das questões relacionadas à negociação e a aquisição de empresas, por se tratar de um caso específico, no qual tanto a gestão quanto o investidor poderão transferir conhecimentos e discutir dificuldades em relação ao longo de seu processo de valoração.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo, apresentam-se abordagens financeiras, discussões sobre os métodos de avaliação e os conceitos relativos aos indicadores utilizados no processo de valoração das empresas.

2.1 Processo decisório

Nos últimos 10 anos, pesquisas importantes foram realizadas sobre o processo decisório nas organizações: Análise do Processo Decisório dos Gestores de Capital de Risco no Brasil (Nakamura; Forte; Aguiar, 2006), Estudo do processo de tomada de decisão de investimentos no mercado de *venture capital* e *private equity* sob a ótica dos gestores de fundos (NAKAMURA; AGUIAR, 2006), Processo decisório estratégico em cooperativas de crédito brasileiras (ROSA; MEDEIROS, 2007), A Influência de vieses cognitivos sob o processo decisório estratégico dos gestores financeiros (PAIVA, 2009), Teoria da dependência de recursos explicando a percepção de governança corporativa de importantes tomadores de decisão (MOURA; REIS; ROCHA, 2010), Familiaridade e discordância entre os decisores: atenuadores do efeito do compartilhamento da informação na decisão em grupo (VISENTINI; LÖBLER, 2011), Decisão sobre Estrutura de Capital de Empresas Brasileiras (MINARDI; SANVICENTE, 2009), entre centenas de outras pesquisas desenvolvidas no período, demonstrando a importância da temática no que concerne à compreensão da tomada de decisão nas empresas.

Historicamente, o processo decisório, segundo Buchanan e O'connell (2006, p. 1), iniciou-se a partir de meados do século passado, quando

[...] Chester Barnard, executivo aposentado do setor de telefonia e autor de *As Funções do Executivo*, inseriu a expressão 'tomada de decisão', típica do vocabulário da gestão pública, no mundo dos negócios. Ali, ela passou a substituir descrições mais limitadas como 'alocação de recursos' e 'definição de políticas'.

Segundo o professor residente da *University of Oregon* William Starbuck, o surgimento da expressão 'tomada de decisão' propiciou ao gestor organizacional atuar de forma mais incisiva, uma mudança importante no ambiente administrativo

das empresas. Segundo o professor, a empregabilidade da palavra “decisão” remete ao término das deliberações e ao início do processo de ações gerenciais (BUCHANAN; O’CONNELL, 2006).

O estudo da tomada de decisão é [...] uma mescla de várias disciplinas do saber, como matemática, sociologia, psicologia, economia e ciência política. A filosofia reflete sobre o que uma decisão revela sobre nosso eu e nossos valores. A história dissera a decisão tomada por líderes em momentos críticos. Já o estudo do risco e do comportamento organizacional nasce de um desejo mais prático: ajudar o administrador a obter melhores resultados. E, embora uma boa decisão não garanta um bom resultado, tal pragmatismo em geral compensa. A crescente sofisticação da gestão de risco, a compreensão das variações do comportamento humano e o avanço tecnológico que respalda e simula processos cognitivos melhoraram, em muitas situações, a tomada de decisão (BUCHANAN; O’CONNELL, 2006, p. 1).

A pluralidade de conceitos teóricos nos quais a tomada de decisão se ancora, segundo os autores referenciados, possibilita ao gestor uma visão sistêmica e fundamentada do problema a ser solucionado, permitindo ao administrador segurança e responsabilidade em seu ato de decidir.

O processo de tomada de decisão não deve ser entendido como linear e tampouco racional. Ao longo do tempo, perceberam-se limitações no que diz respeito à capacidade do gestor de tomar decisões acertadas, em situações em que interferências psicológicas e relacionadas ao contexto do problema dificultaram a acertividade relacionadas às decisões ideais (BUCHANAN; O’CONNELL, 2006).

Sob um prisma fisiológico, o pesquisador Antônio Damásio realizou pesquisa em que investigou a ausência de emoções em pessoas com lesões cerebrais, inviabilizando o processo de tomada de decisão (*IBID.*, 2006).

Numa perspectiva psicológica, Buchanan e O’Connell (2006, p. 2) consideram

[...] circunstâncias complexas, tempo restrito, e poder mental de computação inadequado reduzem o tomador de decisão a um estado de racionalidade limitada. Embora Simon sugira que o homem tomara decisões economicamente racionais se pudesse reunir informações suficientes, Daniel Kahneman e Amos Tversky identificam fatores capazes de levar alguém a decisões contrárias a seu próprio interesse econômico mesmo quando ciente disso.

Luciano (2000) aborda as percepções ocorridas no processo decisório nas organizações relacionadas às características e abrangência das diversas áreas das empresas. A autora trata, inicialmente, da *racionalidade no processo decisório*, mencionando criticamente o fundamento baseado em modelos matemáticos que são a base para a otimização dos resultados. Nesse modelo,

[...] acreditava-se que o indivíduo, ao tomar uma decisão, conseguia enumerar todas as possíveis alternativas, identificando-as de acordo com sua importância e consequência, selecionar todas as informações necessárias, e então tomar a decisão correta (LUCIANO, 2000, p. 6).

Motta (1999) considera que a racionalidade não leva em conta as “variáveis humanas”, como personalidade, conflito e motivação, nem as “políticas”, como interesses pessoais e coletivos, nem as “sociais”, como valores e referências.

Para Luciano (2000, p. 6)

Herbert Simon, na década de 50, observou a existência destes elementos não considerados pela abordagem racional, e elaborou uma teoria de decisão mais próxima da realidade, considerando que os indivíduos são racionais, mas possuem uma racionalidade limitada, buscando a melhor decisão possível e não a ótima.

Simon (1965) considera que a associação da racionalidade com o entendimento das limitações dos indivíduos e os elementos influenciadores nas atividades profissionais devem ser levados em conta no processo de tomada de decisão, principalmente aqueles relacionados a valores, motivação e objetivos individuais, diferenciados daqueles organizacionais.

Motta (1999) enfatiza que, ao contrário de o ambiente organizacional estar controlado segundo a visão racional, o processo de tomada de decisão envolve um número elevado de variáveis em constante mutação e que em muitas situações, em um ambiente turbulento, há um “momento limite” para sua implementação.

O processo decisório, visto como um *jogo de poder*, segundo Luciano (2000, p. 7), indica a

[...] a existência de jogos de poder dentro das organizações, através de autoridade, *status*, ideias, informação, hierarquia ou função, enfim, qualquer mecanismo que possa colocar o indivíduo ou um grupo em vantagem em relação a outro. Muitos autores Miller, 1996; Bretas Pereria, 1997a; Motta, 1999; Morgan, 1996 têm considerado o poder como o fator

chave na tomada de decisão, pois está sempre presente na vida organizacional, direta ou indiretamente, implícita ou explicitamente.

As organizações, de maneira geral, devem ser compreendidas como uma estrutura de poder, uma vez que os gestores planejam metas diferenciadas e os mais fortes, por meio de negociações políticas, vencem (MOTTA, 1999; MORGAN, 1996).

Os decisores [gestores] providos de menor poder têm que se valer de grande espírito de negociação (Motta, 1997), a fim de ultrapassar restrições internas e externas impostas pelos decisores com maior poder e vencer os conflitos resultantes dessa negociação

Morgan (1996) considera que o controle do processo decisório é uma forma de poder nas organizações, dentre outras. Os indivíduos e/ou os grupos que atuam de forma transparente no processo decisório adquirem o poder de influenciar a empresa a que pertencem, atingindo os resultados esperados.

Para Luciano (2000, p. 7), o poder “influencia *quem* consegue algo, *o quê* consegue, *quando* e *como*, e as fontes de poder são ricas e variadas [...]” Luciano (2000) sistematizou os tipos de percepções e seus principais autores, relacionando os conceitos (QUADRO 1).

Quadro 1 – Resumo de percepções sobre o processo decisório
(Continua)

PERCEPÇÃO	AUTORES CONSULTADOS
PRINCIPAIS CONCEPÇÕES	
Decisão racional: desejável, mas inatingível	Elster (1984), Simon (1965), Miller (1996), Morgan (1996), Motta (1999)
<ul style="list-style-type: none"> ▪ acreditava-se que o indivíduo conseguia enumerar todas as possíveis alternativas (identificando-as de acordo com sua importância e consequência), selecionar todas as informações necessárias, e, baseado nisso, tomar a decisão correta; ▪ devido as suas limitações, o ser humano não consegue conceber todas as alternativas possíveis, e nem ter acesso a todas as informações necessárias em dado momento; ▪ nem sempre sabe-se formular corretamente nossos objetivos, por não saber qual é realmente o problema, além da preferência por uma ou outra alternativa ser influenciada pelas convicções intrínsecas do decisor; ▪ a teoria da decisão racional pode falhar por diversas ações que sejam igualmente boas, ou não existir nenhuma ação que seja ao menos tão boa quanto as demais; ▪ as críticas ao racionalismo dizem que ele tende à inércia e não promove mudanças necessárias quando em situações de crise, e que conduz à paralisia, à complexidade e dificuldade de inovação. 	
Racionalidade limitada: a decisão possível	Simon (1963), Simon (1965), Morgan (1996), Motta (1999)
<ul style="list-style-type: none"> ▪ não há como dispor de todas as informações, nem listar todas alternativas, então, a decisão racional não é possível, mas sim a decisão possível num dado momento; ▪ a decisão tem um momento limite para ser tomada, não há como ficar exaustivamente buscando informações e enumerando alternativas, mesmo porque as decisões são tomadas em ambientes turbulentos, com grandes implicações e que exigem decisões rápidas; ▪ segundo este modelo, inicialmente ocorre a exploração do ambiente, após formula-se e avalia-se as linhas de ação possíveis, e então opta-se por uma alternativa ou curso de ação; ▪ caso o decisor não se sinta satisfeito com as informações das quais dispõe em determinada fase, retorna de qualquer uma delas para as anteriores, reiniciando o processo. 	

(Concluído)

A decisão como um jogo de poder	Miller (1996), Morgan (1996), Bretas Pereira (1997a), Motta (1999)
<ul style="list-style-type: none"> ▪ indica a existência de jogos de poder dentro das organizações, através de autoridade, status, idéias, informação, hierarquia ou função, enfim, qualquer mecanismo que possa colocar um indivíduo ou um grupo em vantagem em relação à outro; ▪ a manifestação de poder nasce quando as pessoas têm metas divergentes; ▪ o indivíduo ou o grupo que tenha o poder de influência na organização à qual pertence, manipula a escolha de forma conveniente às suas intenções – quase sempre ocultas – a fim de criar o resultado que deseja; ▪ muitas decisões não são tomadas porque vão contra os interesses dos detentores de maior poder; ▪ a intervenção pode ocorrer pelo controle de informações-chave, evitando ou postergando discussões, fazendo com que a decisão tomada seja por falta de outra opção ou por omissão. Ou ainda definindo quem vai decidir, em que momento, e a quem comunicar a decisão. 	
A decisão como um alerta	Jarroson (1994)
<ul style="list-style-type: none"> ▪ ressalta a importância de ver um problema como alerta emitido pelo ambiente, sinais de mudança que chegam ao decisor. Esses sinais podem dar idéia de novas metas, pode ser indício de um problema, mas também o presságio de uma oportunidade; ▪ se estiver atento a estes sinais, o decisor pode agir por antecipação, considerando, antes da ação, as implicações positivas e negativas desta; ▪ as deduções feitas a partir de dados quantificados são uma referência importante, mas não devem decidir no lugar do decisor; ▪ nem sempre a decisão é relevante, o decisor deve se perguntar sobre a importância da decisão antes de se preocupar com ela, e das conseqüências se ela for descartada. 	
Intuição e decisão no processo decisório	Torres (1994), Damasio (1996)
<ul style="list-style-type: none"> ▪ a decisão é uma seqüência de análises e comparações, da qual resulta indicação das possíveis alternativas de ação, produzindo uma ou mais soluções para o problema; ▪ as alternativas são submetidas a critérios, e só são levantados os dados da alternativa que satisfizer o critério estabelecido; ▪ não há como separar a preferência pessoal de cada um em escolher uma entre várias alternativas que parecem igualmente boas; ▪ o julgamento pessoal é necessário, porque na maioria das vezes não se conhece a realidade por completo, devido à sua complexidade e ao tempo limitado para descobri-la. 	

Fonte: Luciano (2000, p. 9).

Segundo Simon (1965), é fundamental que o gestor compreenda os elementos balizadores em todo o processo de tomada de decisão e a importância de como serão avaliados. Para o autor,

[...] toda decisão compõe-se de dois tipos de elementos, denominados elementos de fato e elementos de valor, respectivamente [...] cada decisão envolve a seleção de uma meta (elemento de valor) e de um comportamento (elemento de fato) com ela relacionada [...] (SIMON, 1965, p. 53).

O autor considera que existem as proposições factuais – aquelas que representam os meios e possibilitam atingir os objetivos –, e as proposições valorativas – aquelas que representam as metas –, como um mecanismo avaliativo sobre a assertividade na tomada de decisão. Para ele, “uma decisão representa uma conclusão de um conjunto de premissas de fato e de valor” (SIMON, 1965, p. 144). Essa distinção é importante, uma vez que possibilita ao gestor organizacional adotar uma decisão satisfatória e responsável. Por conseguinte, numa dimensão

que considere as proposições factuais, é possível determinar sua veracidade, se é real, ou até mesmo, ser testada. Quando as proposições são éticas ou valorativas, não é possível comparar aos fatos e nem podem ser testadas, uma vez que estão relacionadas a deveres e princípios (SIMON, 1965).

Segundo Já (2001), o processo decisório envolve a identificação de um problema específico e a escolha de uma ação para resolvê-lo ou aproveitar uma oportunidade. Ducker (2001) considera que o gestor deve estar atento aos acontecimentos do mundo do trabalho, mais notadamente à gestão empresarial, uma vez que esse procedimento influenciará a tomada de decisão.

Oliveira (2004) considera que no processo de tomada de decisão é importante converter as informações levantadas, em ações reais, propositivas e que permitam atingir os objetivos planejados.

Porto e Bandeira (2006, p. 2) consideram que os desafios “impostos levam os administradores a buscar informações que espelhem fielmente a real situação das organizações, para que o processo decisório seja efetuado de forma eficaz [...]”.

Por conseguinte, no processo de tomada de decisão é fundamental estar atento à segurança, à agilidade e à correção das informações obtidas, possibilitando ao gestor organizacional adotar decisões eficazes e no tempo correto.

Outra questão importante associada à tomada de decisão diz respeito à quantidade de opções que se apresentam, permitindo ao gestor um leque de informações que lhe possibilita ter uma visão global do problema, no sentido de realizar as escolhas acertadas, para atingir os resultados esperados. Bandeira (2006, p. 2),

[...] defende a tomada de decisão de forma consciente de um curso de ação, entre as alternativas disponíveis, na busca do resultado que se deseja alcançar. O processo decisório nas organizações, portanto, converte-se na essência da habilidade gerencial, em que a responsabilidade do gestor é decidir a melhor alternativa para cada momento em que se encontra a organização, de modo a garantir os resultados esperados.

O processo decisório correto é vital para obter uma gestão organizacional eficiente, propiciando alcançar os resultados planejados, desde que as decisões sejam responsáveis e contemplem as possibilidades mais compatíveis com a

necessidade da empresa (PORTO; BANDEIRA, 2006). Essa capacidade de acertar a tomada de decisão por parte do gestor é fundamental para o desenvolvimento e crescimento de qualquer organização, independente do seu porte.

Nesse sentido, o papel do gerente é assim definido por Jamil (2001, p. 8):

O que define o gerente é justamente esperar-se dele, por virtude da formação e do conhecimento, que tomem decisões com significativo impacto sobre toda a organização, seu desempenho e resultados.

Além desses pontos relevantes, outros fatores devem ser levados em consideração, conforme relatam Porto e Bandeira (2006, p. 2):

[...] a globalização, o avanço tecnológico, o desenvolvimento das telecomunicações e a diminuição do tempo de processamento das informações, fazem com que o ambiente organizacional fique cada vez mais complexo, levando os administradores a reavaliarem constantemente o processo decisório. Deles é exigida visão sistêmica e cautela nas tomadas de decisão. Deste modo, pode-se afirmar que o processo de tomada de decisão envolve riscos para os administradores.

Durante o processo decisório, segundo os autores, a tecnologia exerce papel fundamental de aproximar as organizações do mercado, fazendo com que as informações se processem em rapidez cada vez maior, não permitindo ao gestor negligenciar a administração da empresa. Quaisquer ações, ou a falta delas, que não estiverem embasadas nas informações corretas, na cautela e na ponderação por parte de gestor, fazem aumentar substancialmente os fatores de risco, como um elemento importante e possivelmente comprometedor para o dirigente, podendo significar retrocesso, perdas financeiras, estratégias gerenciais comprometidas e até, em situações mais extremas, comprometimento da saúde financeira da empresa.

Andrade (2000) considera o risco um componente importante e sensível no processo de tomada de decisão, um elemento da incerteza, capaz de comprometer os resultados se não houver um número suficiente e seguro de informações que possibilitem ao gestor decidir com segurança.

Porto e Bandeira (2006, p. 2) afirmam que “o risco sobrevém quando da incerteza de se prever os resultados”. Porto e Bandeira (2006, p. 2),

[...] destacam a relevância das habilidades dos membros da organização, no sentido de escolher a melhor maneira de enfrentar a dinâmica dos mercados, evidenciando o incentivo à criatividade e ao talento, a partir da delegação de responsabilidades de tomadas de decisão a todos os níveis organizacionais, de forma que o desenvolvimento dessas habilidades resulte em vantagem competitiva.

Segundo Assaf Neto (2003, p. 275)

As decisões de investimentos envolvem a elaboração, avaliação e seleção de propostas de aplicações de capital efetuadas com o objetivo, normalmente de médio e longo prazo, de produzir determinado retorno aos proprietários de ativos.

Segundo Damásio (2007), durante o processo decisório, é fundamental que o gestor tenha a real percepção de toda a situação, inclusive das opções que se apresentam e prováveis consequências, em função, muitas das vezes, de seu próprio sentimento.

De acordo com Tomaselli (2003, p. 527), o processo decisório

[...] envolve sempre a nossa percepção sobre os fatos. Com a percepção verificamos as informações que estão disponíveis no meio. Depois avaliamos estas informações para podermos escolher o caminho a seguir. O comportamento na direção escolhida, seja dizer uma frase ou tomar uma atitude, é resultado deste processo inicial e, portanto, dependente da percepção. Assim, para entendermos o processo de decisão de cada investidor precisamos entender como ele percebe a situação e suas consequências.

Segundo a autora, o processo decisório é um ato de foro íntimo do gestor, ancorado em etapas que subsidiam a ação - checar a veracidade e avaliar as informações -, apontando com segurança os procedimentos que se seguirão.

Ferreira (2008, p. 145) considera o processo decisório como

Ato que se apoia nos passos antecedentes da percepção e avaliação das condições oferecidas, constitui a essência dos atos humanos, ao reunir a capacidade de captar informações, analisá-las e ponderar sobre elas, abrindo caminho, assim, para a função especial do pensar, que seguido pelo agir, pode criar e transformar.

Nesse contexto, Forghieri (1973) e Cavalcanti Junior (2008), o gestor tem a exata percepção do problema e o relaciona com a sua vivência, e não como algo distante, fora de um contexto. Complementando, Bello (2006) afirma que fatos estão existem por si só, mas a sua percepção depende de como eles afetam o seu observador.

O processo de tomada de decisão, segundo os autores, é importante para a escolha dos funcionários de uma organização, aqueles com as aptidões corretas para desenvolverem as respectivas atividades, no sentido de promover a competência profissional relacionada ao talento e à criatividade, como uma decisão assertiva, promotora de uma política de gestão de recursos humanos e promotora de vantagem competitiva para a empresa. Dessa forma, a tomada de decisão é fundamental para o gestor organizacional em suas funções gerenciais estratégicas e, também, para as organizações, visto que a tomada de decisões equivocadas, extemporâneas ou ultrapassadas pode causar prejuízos de ordem pessoal e/ou para a empresa, muitos quase insolucionáveis, ou, mesmo, a perda de recursos financeiros. Portanto, é um processo “sempre desafiador para os administradores e exige deles diferentes habilidades” (PORTO; BANDEIRA, 2006, p. 2).

2.2 Processo de valoração de empresas

Soute *et al.* (2008, p. 1) sinalizam que a literatura especializada em investimentos e valoração “apresenta vários modelos para o processo de avaliação de empresas, sendo alguns de grande complexidade técnica”.

Como fato observável, a ocorrência de aumento no número e no volume de investimentos impacta de forma positiva a abertura de capital por parte das empresas. Porém, o valor das ações começa a ser definido com base nas expectativas dos agentes de investimento, em que cada um dos investidores decide, com base em suas percepções, o valor a ser empreendido e, destarte, a oferta das ações no mercado.

Diante da existência de uma infinidade de possibilidade de investimentos, investidores de distintos perfis buscam as melhores alternativas para a alocação de seus recursos financeiros, visando, especialmente, à aplicação do capital, tendo em vista as taxas do retorno.

Soute *et al.* (2008) apontam que, considerando as diversas alternativas que se apresentam, o mercado de ações possui grande atratividade, a qual se vincula diretamente aos riscos e às chances de retorno das companhias abertas, bem

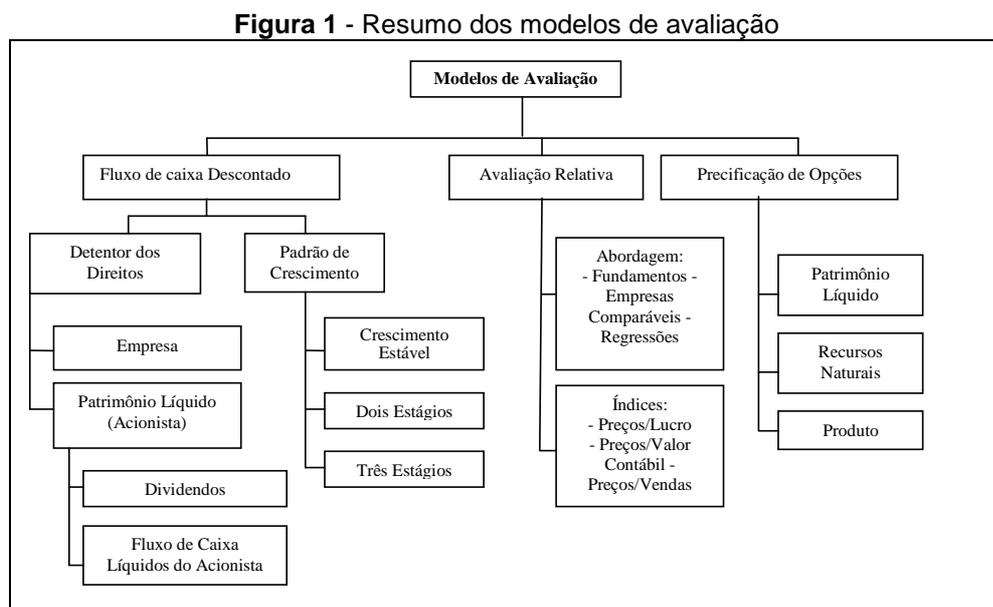
como à presença de capital. Cria-se assim, de modo geral, otimismo na economia, pela perspectiva de desenvolvimento das empresas, impulsionados pela existência de agentes investidores.

Tendo em vista a extensa dimensão das medidas do desempenho organizacional, podem ser observadas as medidas de mercado, as medidas de processos internos e as medidas contábeis-financeiras. Estas últimas são descritas neste estudo, na medida em que representam um dos tipos mais frequentemente utilizados.

Carneiro e Silva (2010) afirmam que tais medidas são essencialmente relevantes para um tipo importante de *stakeholder*, os acionistas, no processo de avaliação das empresas.

Com base nos modelos de avaliação existentes, França (2004) adverte para o fato de os demonstrativos de resultados das empresas se apresentarem, de forma geral, exageradamente confusos no que se refere ao valor do patrimônio e aos encargos de reestruturação, dentre outros itens, em que, muitas vezes, não descrevem o verdadeiro desempenho financeiro.

As técnicas de medidas de desempenho financeiro, não associadas se apresentam como medidas incompatíveis para a avaliação de ativos existentes nas empresas (FIG. 1).



Fonte: Damodaran (2007, p. 616).

De acordo com uma organização portuguesa especializada em serviços e gestão de avaliação de empresas, a MundiServiços (2008, p. 5), o processo de avaliação refere-se ao conjunto de procedimentos executados por uma comissão de avaliação, consubstanciada com a finalidade de avaliar e comparar os requisitos previamente estabelecidos com as soluções apresentadas pelos concorrentes. As escalas valorativas e as regras de valoração contemplam em seus critérios os mecanismos de oferta, orientando a demanda dos valores alçados pela organização.

A aplicabilidade da valoração em uma avaliação permite reduzir os custos administrativos, evitando esforços na observação de propostas inadequadas, e alcançar maturidade no mercado em que atua, permitindo, sobretudo, a transparência dos atos administrativos.

Muller e Teló (2003) assinalam a importância do conhecimento das ferramentas de avaliação das empresas por parte dos empreendedores para a identificação do valor dos seus empreendimentos.

Sobre a concepção de valoração, Assaf Neto (2003, p. 577) observa que

[...] o valor de realização de mercado determina o valor possível dos ativos da empresa de serem realizados individualmente em condições normais de transações dentro de um mercado organizado, ou seja, o preço razoável que se pode obter na alienação de cada um deles. Além das dificuldades naturais de avaliação, esse método não leva em consideração a possível sinergia dos ativos, fixando-se no valor pecuniário de sua realização.

Para determinar o valor de uma organização, é necessário aplicar um ou mais modelos, sendo insuficiente para os profissionais atuantes na área a adoção de simples equações ou metodologias, como rotineiramente se observa em algumas transações, sobretudo em empresas de baixo investimento, ou mesmo, de gestão mais informal. Com a crescente necessidade de compreender as variáveis que interferem nos fatores que determinam os investimentos, conforme as características destas empresas observa-se a emergência de ações que vislumbrem a competição a partir da melhoria das condições de avaliação dos negócios (SANTOS; ZOTES, 2005).

Conforme estudos sobre avaliação financeira de empresas no Brasil, realizados por Martelanc, Trizi, Pacheco e Pasin (2005), as abordagens metodológicas mais utilizadas têm sido: Fluxo de Caixa Descontado, EVA/MVA e Múltiplos ou Avaliação Relativa. Um dado bastante relevante observado pelos autores é que, apesar de os modelos de avaliação de empresas adotarem, em sua essência, mecanismos quantitativos, é necessário reconhecer que nenhum modelo aufere um valor preciso e tampouco pode ser constituído de objetividade, sendo, no entanto, instrumento de estimativas de valores.

Sallaberry (2012) observa que a adoção de vários indicadores financeiros assume maior valor na tomada de decisões, uma vez que isso permite mensurar o incremento econômico real da organização. Na medida em que as perspectivas financeiras baseiam-se nas ações estratégicas adotadas na empresa, os indicadores financeiros também podem ser considerados como indicadores econômicos e estratégicos, visto que é demandada dos gestores envolvidos no processo de avaliação uma visão sistêmica do negócio.

Com vistas a responder aos crescentes e complexos desafios da competitividade, as organizações atuais necessitam de critérios objetivos para permanecerem no mercado, bem como para assegurarem os índices que permitam sua maior valoração. Um dado importante levantado por Breitenbach, Alves e Diehl (2010) é que o processo de valoração de determinada organização pode variar dependendo da metodologia, do cenário observado e das premissas adotadas utilizadas.

No cenário brasileiro, o ambiente competitivo, decorrente da abertura dos mercados, facilita o processo de fusões e aquisições (F&A) como forma de sobrevivência das empresas.

Como reiterado por Bernardo e Campos Filho (2011), para os casos de fusões e aquisições é conveniente ressaltar que o processo de valoração é influenciado pelos vários lados da operação, visto que a pressão exercida pelo comprador é por preço mínimo, ao passo que o vendedor tende a orientar-se pelos índices aceitáveis para determinar os valores máximos na negociação.

Outro fator que deve ser considerado no processo de avaliação das empresas brasileiras, como frisado por Medeiros e Andrade (2010), refere-se à importação de metodologias de valoração, que, em muitos casos leva à estimativa imprecisa dos montantes financeiros postos na negociação. Desse modo, a adoção de modelos varia de acordo com a compatibilidade das estratégias e dos cenários observados, influenciando diretamente o aumento ou a diminuição do valor das empresas, de acordo com os mecanismos utilizados em sua avaliação.

As preocupações dos proprietários no atual ambiente competitivo, de acordo com Fernandes, Teixeira e Baptista (2010), não se restringem apenas à questão dos lucros, mas, sobretudo, à manutenção do crescimento de suas empresas, de forma a maximizar o retorno de seus investimentos, com base na expectativa de avaliação do valor de seus empreendimentos. As atitudes dos gestores e as ações estratégicas nesta ocasião exercem considerável papel no processo de avaliação.

Na visão de Santos *et al.* (2011), muitas passam a ser preocupações dos empresários, na medida em que, em proximidade com a rotina da organização, os interesses se voltam para as decisões que estão sendo tomadas. Assim, as exigências aos gestores devem alinhar-se com os interesses dos proprietários na formulação de modelos de análise econômico-financeira. Nesta prerrogativa, a capacidade de sobrevivência das empresas vincula-se às técnicas de análise dos demonstrativos contábeis.

Walter, Frega e Silva (2010) alertam que a saúde financeira das empresas atuais, especialmente aquelas de capital aberto, pode sofrer grandes variações, conforme a divulgação dos seus resultados. As técnicas utilizadas para a demonstração dos resultados devem ser suficientemente válidas para abarcar os pontos fortes do negócio das empresas, consoante a sua capacidade de adequação ao ritmo das mudanças ditadas pela competição.

2.3 Metodologias de valoração de empresas

Conforme Paiva (2001), no campo econômico valor pode ser entendido como a apreciação feita por um indivíduo sobre a importância de um bem com base em sua utilidade (objetiva e subjetiva). De acordo com os objetivos da avaliação e as informações disponíveis, podem-se calcular vários “valores” diferentes, numérica e conceitualmente, para as empresas segundo os métodos de avaliação, por exemplo: valor contábil (ou *book value*), valor de mercado da empresa em bolsa de valores e valor econômico da empresa.

Com base no raciocínio do autor, o preço deve ser exato e preciso, em detrimento de valor, que pode ser relativo, pois depende de vários outros fatores, muitos deles subjetivo. O preço apenas será definido como conclusão do processo de negociação entre o desejo dos compradores e as expectativas dos vendedores, que utilizarão suas mensurações de valor como referencial para a tomada de decisão em um processo em que uma ideia mais coerente desse valor da empresa, passam a preponderar fatores de ordem emocional e interesses especulativos.

Quadro 2 - Utilizações, aplicações e limitações dos métodos de avaliação

(Continua)

Fluxo de Caixa Descontado	Gordon (1959); Damodaran (2005); Copeland, Koller e Murrin (2002); Brealey & Myers (2000)	Objetiva mensurar o desempenho das ações no mercado acionário e, como consequência, traçar as políticas de aquisição, venda ou manutenção de investimentos. Por essa abordagem, o valor da empresa é determinado pelo fluxo de benefícios projetado, descontado por uma taxa que reflita o custo de oportunidade e os riscos associados ao investimento.
Fluxo de dividendos	Gordon (1959); Damodaran (2005); Copeland, Koller e Murrin (2002); Brealey & Myers (2000)	Nesse método, o valor do investimento é o valor presente de todos os dividendos futuros esperados, trazidos a valor presente pela taxa do custo do capital próprio.
Fluxo de caixa do acionista	Martins (2001); Copeland, Koller e Murrin (2002); Damodaran (2005)	Projeta-se o fluxo de caixa operacional livre, onde são considerados os desembolsos necessários a todos os tipos de investimento, em capital de giro ou fixo, bem como eventuais fluxos provocados por desinvestimentos; a seguir, os aspectos de financiamento (pagamento de juros e amortização de dívidas, bem como ingressos de novos endividamentos) são incluídos na análise. Nesse caso, o desconto dos fluxos de caixa do acionista é efetivado ao custo do capital próprio.
Fluxo de caixa da empresa	Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005); Damodaran (2005); Martins (2005)	Trabalha-se com o fluxo de caixa operacional líquido produzido pelos ativos operacionais, deduzido dos montantes necessários a novos investimentos em capital de giro e capital fixo e acrescido de eventuais liberações de recursos por desinvestimentos nesses grupos, mas não são considerados os fluxos relativos aos financiadores.

Quadro 2 - Utilizações, aplicações e limitações dos métodos de avaliação

(Concluído)

Modelo de Avaliação Relativa	Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005); Damodaran (2005); Martins (2005)	Também conhecidos como modelos de avaliação por múltiplos, mensuram o valor de uma empresa a partir de parâmetros de empresas similares. Conforme Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p.183), “[...] a aplicação de tal metodologia para se determinar o valor de uma empresa consiste em encontrar outra empresa idêntica, ou pelo menos comparável, obter seus múltiplos e aplicá-los aos parâmetros da empresa analisada.”
Múltiplos de Lucro	Martins (2001); Cerbasi (2003); Copeland, Koller e Murrin (2002); Martins (2001);	Indicador Preço/Lucro (P/L). é interpretada como o tempo em que se recupera o investimento inicial, considerando que os níveis de benefícios permanecerão constantes.
Múltiplos de EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization)	Martins (1998); Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005)	Valor da empresa é obtido a partir de seu fluxo de caixa e que este é fortemente relacionado com o EBITDA. A principal vantagem do EBITDA sobre o fluxo de caixa é a simplicidade de sua obtenção a partir dos demonstrativos financeiros. Uma segunda vantagem é o fato de não necessitar de estimativas médias ou projetadas de contas como a de investimentos, que podem oscilar muito em razão dos planos de expansão da empresa. Isso explica a alta popularidade do múltiplo de EBITDA e a baixa utilização do múltiplo do fluxo de caixa. Uma ressalva ao múltiplo de EBITDA é que ele pode supervalorizar empresas que precisam de elevados investimentos para crescer.
Múltiplos de Patrimônio	Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005)	É um dos mais usados no mercado acionário. É uma forma de medir quanto os investimentos feitos pelos acionistas ao longo do tempo, a preço de custo de aquisição, estão valorizados, o que auxilia nas comparações de super ou subavaliações de ações de empresas de setores iguais ou diferentes.
Múltiplos de Faturamento	Martins (2001); Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005)	O lucro é substituído pelo faturamento no cálculo do múltiplo.

Fonte: Soute *et al.* (2008, p. 14).

Na literatura de finanças corporativas, o processo de avaliação de empresas consiste na busca de um valor econômico; ou seja, um valor que expresse o potencial de geração futura de riqueza da empresa. Segundo Martinez (1999), não existe um valor “correto” para um negócio. O valor deve ser determinado para um propósito específico e considerar as perspectivas das partes na transação. Damodaran (1997) complementa, demonstrando que, quaisquer percepções que o analista trazer ao processo de avaliação acabarão por se incorporar ao “valor”.

2.3.1 Considerações sobre valoração de empresas

De acordo com Perez e Famá (2003), o processo de avaliação de uma empresa é complexo, envolvendo variáveis subjetivas e ferramental técnico. A qualidade das informações utilizadas é condição *sine qua non* para a eficiência do produto final. Assim, antes de determinar os métodos de avaliação a serem aplicados, é fundamental a elaboração preliminar de um diagnóstico preciso da empresa avaliada, do contexto macroeconômico no qual ela está inserida, de seu setor de

atuação, de seu mercado consumidor, de seu desempenho passado e atual e de seus aspectos econômico e financeiro, social, jurídico, fiscal, comercial, tecnológico e técnico. Ainda de acordo com os autores, processos de fusões e aquisições, procedimentos de *Due Diligence*¹ são efetuados como forma de obtenção de informações que possam afetar o futuro da empresa e, conseqüentemente, seu fluxo de caixa e seu valor econômico. A profundidade dessas análises depende das peculiaridades de cada caso, do tamanho do negócio avaliado e da disponibilidade de informações.

Martins (2001) complementa que “o valor de uma empresa depende primordialmente dos benefícios líquidos que se poderá extrair no presente e no futuro”. Ele adverte sobre as duas maneiras de avaliar uma empresa.

[...] há duas formas de se avaliar uma empresa em circunstâncias normais: pelo seu valor de liquidação ordenada, ou seja, pelo que valem seus ativos avaliados a preço de venda, diminuídos dos gastos para se efetuar essa venda (comissão, impostos, transportes etc.) e o valor necessário para saldar seu passivo para com terceiros; e pelo seu valor de funcionamento que depende basicamente dos futuros benefícios econômicos que ela é capaz de produzir (MARTINS, 2001, p. 264).

Ninguém venderia uma empresa em funcionamento por menos do que obteria se a fechasse. Também ninguém cerraria as portas de uma empresa se ela pudesse ser vendida por valor melhor que aquele que teria em pleno funcionamento. Logo, o valor econômico de uma empresa é dado pelo maior dos montantes alcançados, nestas duas alternativas: em liquidação ou em marcha.

2.3.2 Critérios adotados e principais premissas utilizadas

Perez e Famá (2003) destacam que os métodos para avaliar empresas oscilam de acordo com o propósito da avaliação, as características da empresa avaliada e a confiabilidade das informações disponíveis. Para os autores, os métodos apresentados não são substitutos uns dos outros, mas complementares entre si, pois cada um deles atende a determinados objetivos e análises (PEREZ; FAMÁ, 2003).

¹ Processo de investigação e auditoria com base nas informações de empresas fundamental para confirmar os dados disponibilizados aos potenciais compradores ou investidores.

Martins (2001) considera que todos os métodos buscam evidenciar o mesmo objetivo (o patrimônio), por meio das mesmas mutações (os resultados), sendo a integração dos métodos absolutamente viável na teoria e na prática. Segundo Martinez (1999), “o avaliador utiliza-se de vários métodos e pondera seu resultado para o caso, chegando a um valor que represente a melhor estimativa possível do valor econômico da empresa”. De acordo com Damodaran (1997), não existe um modelo que possa ser considerado melhor. Depende de uma variedade de características da empresa que está sendo avaliada e do ambiente atual.

2.3.2.1 Avaliação patrimonial contábil

Segundo Martins (2000, p. 29) o processo de avaliação patrimonial das empresas “[...] tem provocado enormes discussões acadêmicas e profissionais ao longo do tempo (séculos), confusões conceituais, críticas quanto à relevância e à utilidade da Contabilidade, conferências, artigos etc.” Nesse sentido, existe certa divergência em termos de aceitação de que os modelos existentes se baseiam em análises diferenciadas do mesmo objeto, o patrimônio, além de “[...] numa perspectiva ainda mais simples, visões temporais de um único elemento patrimonial: o caixa” (MARTINS, 2000, p. 29).

Dessa forma, Martins (2000, p. 29) relata:

Parece que, como fruto dessa falta de visão conjunta e abrangente, nasceu a idéia de que os modelos são conflitantes, mutuamente excludentes; de que a avaliação contábil nada tem a ver com a avaliação patrimonial, e avaliar uma empresa é, primeiramente, desprezar a avaliação contábil; lucro é uma coisa, caixa é outra; e outras bobagens mais.

Nesse processo, é importante compreender que os elementos “contábil”, “patrimônio”, “lucro” e “caixa” estão relacionados diretamente à avaliação patrimonial e compõem uma metodologia que agrega esses postulados. Portanto, o autor considera que “diferentes conceitos e princípios de avaliação patrimonial e, conseqüentemente, de lucro, são totalmente complementares; nenhum deles possui todas as informações, utilidade e qualidade desejadas pelos usuários” e sua finalidade precípua é propiciar ao analista se complementarem no entendimento do

processo de avaliação patrimonial, e não como pressupostos excludentes (MARTINS, 2000, p. 37).

A avaliação patrimonial é o método baseado nas demonstrações financeiras da empresa, ou seja, em seus números contábeis. Por meio dele, apura-se que o valor da empresa é o valor de seu próprio patrimônio líquido. É também chamado de “valor patrimonial” da empresa ou “*book Value*” (PEREZ; FAMÁ, 2003, p. 4). Ainda na linha dos autores, existem fatores que comprometem seu uso na valoração, por exemplo: as demonstrações contábeis que, normalmente, estão baseadas em custos históricos e não atribuem aos ativos seus valores correntes; e a contabilização de acordo com o princípio de competência, tornando a contabilidade desbalanceada com relação a alguns direcionadores de valor, como o conceito do valor do dinheiro no tempo e do risco associado.

Várias operações que não são registradas nas demonstrações contábeis tradicionais são muito relevantes para apuração do valor econômico de uma empresa, como operações de arrendamento mercantil, derivativos e garantias oferecidas, além, é claro, de grande parte dos chamados “ativos intangíveis”, em especial o *goodwill*². Porém, segundo Martins (2001), “este modelo pode ser utilizado por empresas cujos ativos mensurados não divergem muito de seus valores de mercado e que não possuem um *goodwill* significativo”.

2.3.2.2 Avaliação patrimonial de mercado

Consiste na valoração de todos os ativos e passivos da empresa a valores de possível realização, dado o tempo disponível para tal realização, utilizando-se de valores de entrada e de saída (PEREZ; FAMÁ, 2003, p. 4). Para Martins (2001), “os valores de entrada ou saída são aplicados de acordo com a natureza e a intenção de uso de cada item” (QUADRO 3).

² *Goodwill* representa a diferença entre o valor da empresa e o seu patrimônio líquido avaliado a valores de mercado.

Quadro 3 - Avaliação patrimonial de mercado

<u>Item Patrimonial</u>	<u>Critério de Avaliação</u>
Estoques de matéria prima	Custo de reposição
Contas a receber	Valor presente do recebimento futuro
Passivo exigível	Ajustado a seu valor de mercado, (condições do crédito e taxas de juros acordadas)

Fonte: Martins (2001, p. 269).

Neste critério, o valor da empresa é dado pela equação:

Quadro 4 – Valor da Empresa

Valor da Empresa = Valor dos Ativos Ajustados – Valor dos Passivos Ajustados

Fonte: Martins (2001, p. 269).

Segundo Martinez (1999, p. 4), a avaliação patrimonial contábil ajustada a valores de mercado baseia-se na “na valoração do conjunto de bens que integram o ativo e passivo em termos de valor de mercado, utilizando-se valores de entrada ou saída de acordo com a natureza do bem patrimonial e suas especificidades”. O autor considera, a título de exemplo: estoque de matéria-prima avaliado por meio do custo de produção e o estoque de produtos mensurado por meio do equivalente corrente de caixa; duplicatas a receber descontadas com o objetivo de alcançar o valor presente das entradas futuras; itens do passivo atualizados em função do valor atual do mercado, condições do crédito e das circunstâncias atuais relacionadas às taxas de juros (MARTINEZ, 1999).

Portanto, pode-se considerar:

Valor da Empresa = Ativos Ajustados – Passivos Ajustados

Segundo Oliveira (2013), o método de avaliação patrimonial de mercado se baseia na comparação entre organizações pertencentes ao mesmo segmento de mercado, e quem algumas semelhanças se destacam. A título de exemplo: tamanho da empresa, tempo de mercado, número de funcionários, crescimento anual e faturamento.

Martins (2001, p. 269) esclarece:

O modelo de avaliação patrimonial pelo mercado consiste na mensuração do conjunto de ativos e passivos exigíveis com base no valor de mercado de seus itens específicos. Os valores de entrada ou saída são aplicados de acordo com a natureza e a intenção de uso de cada item.

Em relação ao modelo de avaliação patrimonial, Santos (2005, p. 104) considera:

Caso essa metodologia venha a ser utilizada para a determinação do valor da empresa (VE), a condicionante é que os valores contábeis do ativo, passivo e patrimônio líquido sejam compatíveis ou muito próximos aos seus valores de mercado. Isso pressupõe-se reavaliação e/ou atualização do valor dos ativos e passivos, considerando efeitos de variáveis como depreciação, amortização, exaustão, inflação, taxa de juros, paridade cambial etc.

Por conseguinte, o método referenciado está ancorado no procedimento de estipular determinado valor a um conjunto de bens e direitos pertencentes ao ativo, assim como de atualizar todas as obrigações da organização avaliada.

Neiva (1997, p. 29) considera que “o valor da empresa, seguindo este modelo, é determinado pela apuração do patrimônio líquido, que resulta da soma algébrica dos valores atualizados dos bens, direitos e obrigações da empresa”. De acordo com Oliveira (2013), os valores de liquidação ou de continuidade possibilitam a mensuração de determinado bem. Falcini (1995, p. 20) considera que o tipo de valor é

[...] muito mais objetivo que o valor de reconstrução ou valor de seguro, visto que representa um valor pecuniário de troca perfeitamente realizável em termos reais. Na maioria dos casos, porém, o valor venal acaba sendo uma simples decorrência do valor de rendimentos ou benefícios dentro da visão de que o valor econômico de um bem vai decorrer dos benefícios que possa gerar e não pela sua composição material estática, não sendo, pois, uma estimativa essencial.

As empresas cujas ações na Bolsa de Valores constituem o mais importante indicador para a formação de seu valor econômico são aquelas consideradas de capital aberto (OLIVEIRA, 2013).

Frezatti (2003, p. 28) considera que o valor de mercado “continua sendo fundamental para a gestão e será apurado mediante a disponibilidade de uma aproximação, no caso, a quantidade de ações, multiplicada pelo valor unitário em certa data”. Nesse

sentido, deve-se considerar a aproximação a partir do momento em que na comercialização de controle efetivo, “[...] o valor de negociação poderia/deveria ter um prêmio difícil de ser captado numa transação rotineira de compra e venda sem as características de cessão de controle” (FREZATTI, 2003, p. 28).

Segundo Neiva (1997), os bens e direitos de uma empresa podem ser mensurados em função de sua origem, do grau de confiabilidade e de como sua relevância em função com o patrimônio da organização. Para o autor, no processo de avaliação do negócio é fundamental realizar as análises externas, compreender a atuação da organização no mercado, analisar o perfil dos concorrentes e detalhar o potencial dos fornecedores e clientes, ações imprescindíveis no sentido de estabelecer a perenidade dos negócios e a mensuração do valor da organização (NEIVA, 1997).

2.3.2.3 Fluxo de caixa descontado

É considerado o método de avaliação que atende com maior rigor aos enunciados da teoria de finanças, pois revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de uma empresa. É amplamente adotado pelos mercados financeiros e de capitais e pelas empresas em processos de fusões e aquisições (PEREZ; FAMÁ, 2003, p. 4).

O valor de um negócio é função dos benefícios futuros que ele irá produzir ou seja, sua capacidade de geração de riqueza futura. Consiste em projetar futuros fluxos de caixa operacionais e trazê-los a valor presente, por meio de uma taxa de desconto apropriada, que mensure o risco inerente a estes fluxos e o custo de oportunidade dos capitais.

Por trabalhar com expectativas futuras, naturalmente, observa-se que a grande dificuldade deste método está em prever com exatidão e antecedência o comportamento futuro destas relevantes variáveis. São variáveis chave neste método de avaliação: fluxo de caixa operacional, horizonte de projeção deste fluxo, valor residual da empresa, ou valor da perpetuidade, e a taxa de desconto destes fluxos de caixa.

2.3.2.3.1 Fluxo de caixa livre operacional (*free operating cash flow*)

Citando Perez e Famá (2003), trata-se do indicador de capacidade de geração de riqueza, com clara evidência da eficiência de determinado negócio, pois o fluxo de caixa supera as dificuldades inerentes ao lucro contábil, retratando fielmente o potencial da empresa, inclusive seu *goodwill*.

Para Damodaran (1997), é o fluxo de caixa gerado pelas operações da empresa após os impostos e que se encontra disponível para os credores e os acionistas. Deve-se calcular o fluxo antes do pagamento das dívidas (principal e juros) e após as variações nos investimentos em ativos permanentes e capital de giro.

Exemplo de demonstração de cálculos do fluxo de caixa livre:

Receitas Operacionais Líquidas

(-) Custo do Produto Vendido e outras Despesas Operacionais

= EBIT (ou Lucro Operacional)

(+) Despesas Operacionais que não Afetam o Caixa (por exemplo, Depreciação)

= EBITDA

(-) Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro

= Geração de Caixa Operacional

(+/-) Variação nos Investimentos Permanentes e no Capital Circulante Líquido

= Fluxo de Caixa Livre (FCL)

Os administradores que usam a técnica do Fluxo de Caixa Descontado para avaliar suas empresas, priorizando o aumento do fluxo de caixa de longo prazo, em última análise, serão recompensados com os preços mais altos de suas ações. As evidências do mercado são conclusivas. Uma abordagem simplista do lucro contábil levará a decisões que destruirão valor (COPELAND, KOLLER e MURRIN, 2001, p. 85).

Duas observações são essenciais. A primeira é que esse fluxo de caixa deve ser estimado numa base incremental. Não se devem incorporar custos e receitas existentes, que não deverão ser geradas exclusivamente pelo projeto. A segunda, é que não se deve esquecer dos efeitos derivados que um investimento provoca, como redução dos custos fixos. É comum também a ocorrência de aumento de

vendas de outros produtos/serviços da empresa em função do incremento do novo investimento. Esses efeitos devem ser incorporados ao fluxo do projeto.

Explica Müller e Teló (2003, p. 107)

O modelo do fluxo de caixa livre *ou free cash flow* utiliza o denominado fluxo de caixa operacional, que é o fluxo de caixa gerado pelas operações normais da empresa, desconsiderando empréstimos. É o montante financeiro que estará disponível para investimentos em ativos fixos e necessidades de capital de giro. Para calcular o fluxo de caixa futuro, deve-se prever o volume de caixa a ser recebido e que deve ser pago em cada período. Pode-se dizer que é, basicamente, a abordagem da elaboração do orçamento de caixa.

No processo de avaliação das organizações, é necessário estabelecer uma previsão de fluxo de caixa em períodos maiores comparativamente àqueles estabelecidos nos orçamentos de caixa. O processo contábil comumente utilizado não considera essa prática em seus relatórios, apresentando somente as provisões e alocando receitas, custos e despesas, sendo que em alguns casos são empregados mecanismos arbitrários (MÜLLER; TELÓ, 2003).

Esclarecem os autores,

Essa face da contabilidade distorce a percepção apropriada quando se calcula o fluxo de caixa, pois para o cálculo do valor da empresa devem-se considerar como caixa os valores a receber e a pagar efetivos e não apenas provisionados segundo critérios definidos pela empresa ou parametrizados pela legislação (MÜLLER; TELÓ, 2003, p. 107).

Por conseguinte, o processo contábil exige ajuste no sentido de estabelecer o fluxo de caixa livre, uma vez que é necessário não considerar o financiamento das operações da empresa, focando “o resultado financeiro dos ativos da empresa após a tributação, extraindo da contabilidade para cada período os investimentos necessários para a continuidade das operações” (MÜLLER; TELÓ, 2003, p. 107).

2.3.2.4 Horizonte de projeção e valor da perpetuidade

Espera-se que uma empresa tenha vida infinita e, portanto, continue a operar por períodos mais longos do que os projetados nos fluxos de caixa. Dessa forma, a avaliação deve ser efetuada em dois períodos distintos: primeiramente, o horizonte

de tempo viável de projeção dos fluxos de caixa operacionais e; posteriormente, o período após o horizonte de projeção acima mencionado.

Segundo Perez e Famá (2003), o fluxo de caixa de uma empresa deve ser projetado de maneira a ser possível prever com razoável confiança o comportamento das principais variáveis operacionais, como os preços dos produtos, o volume de vendas e o custo de matérias-primas, despesas operacionais, etc. Para os autores, considera-se como valor residual da empresa, ou valor da perpetuidade, os fluxos de caixa não cobertos pelo período de projeção.

Alguns autores estimam o valor da perpetuidade a partir do fluxo de caixa livre do último período de projeção. Outros pressupõem que na perpetuidade o ROI = CMPC. Dessa forma, calculam o FCL a partir do lucro operacional estimado, para que esta igualdade se mantenha após o período de projeção. O período pós-horizonte de projeção para o infinito pode ser dotado ou não de crescimento, a critério do avaliador e da empresa avaliada.

Este método de perpetuidade baseia-se em algumas premissas para o período posterior ao horizonte projetado, quais sejam:

- a) A empresa obterá margens constantes, giros constantes e retornos constantes sobre o capital investido.
- b) A empresa investirá uma proporção constante do fluxo de caixa operacional bruto, suficiente para repor a sua depreciação anual e manter a empresa operando em perfeitas condições.
- c) A empresa obterá um retorno igual ao custo médio ponderado do capital sobre qualquer novo investimento no período posterior ao projetado.

O valor residual, na data do último fluxo projetado, é dado pela fórmula baseada no modelo de Gordon, abaixo demonstrada:

$$VlrRes = \frac{FlcxLivre_{t-1} \cdot (1 + g)}{WACC - g}$$

Em que:

VlrRes = Valor Residual

FICxLivre_(t-1) = Fluxo de Caixa Livre

WACC = *Weighted Average Cost of Capital*, ou Custo Médio Ponderado de Capital (taxa de desconto), e

g = taxa de crescimento do fluxo de caixa

A taxa de desconto possui dois componentes: o custo do capital do credor e o custo do capital do acionista. A taxa que compreende o custo do capital do credor é formada pela taxa básica de juros da economia, mais um diferencial (*spread*) determinado pelo credor, em função do risco de inadimplência (*default risk*) do cliente. A taxa básica é frequentemente chamada de “taxa livre de risco”. Seu valor equivale à taxa de retorno de um título de renda fixa emitido pelo governo.

Assume-se que esse título é o de menor risco dentre todos aqueles existentes no mercado financeiro. Daí ser considerado como “livre de risco”. Como existe uma relação íntima entre risco assumido e retorno *ex ante*, quanto menor o risco de um título, menor é a sua remuneração esperada. A taxa livre de risco é, portanto, a taxa de juros mais baixa existente na economia. Já o custo do capital do acionista é função da taxa livre de risco.

Há, também, um adicional a ser somado à taxa livre de risco, determinado pelo negócio (coeficiente β – beta), que representa a medida de risco sistemático do negócio em relação ao mercado: ou seja, uma medida de sensibilidade do retorno do negócio diante das mudanças no mercado que afetam o retorno de um portfólio diversificado de títulos.

2.3.2.5 Goodwill

De acordo com Martins *et al.* (2010), a literatura contábil define o ativo como benefícios econômicos (potenciais fluxos de caixa) controlados pela entidade. Tais benefícios podem ser gerados por recursos tangíveis ou intangíveis.

Hendriksen e Van Breda (2007, p. 387) definem ativos intangíveis como:

[...] ativos que carecem de substância. Devem ser reconhecidos sempre que preenchem os requisitos de reconhecimento de todo e qualquer ativo, ou seja, devem atender à definição de um ativo, devem ser mensuráveis e devem ser relevantes e precisos.

Segundo Lev (2001), a intensa competição estabelecida entre as organizações, apoiada pelo avanço das tecnologias da informação, propiciou grande interesse pelos estudos que analisam os ativos intangíveis nas empresas. Perez e Famá (2006, p. 7) consideram que

[...] a definição de ativo intangível como aquele que não possui existência física ou que não pode ser tocado é simplista e incompleta, pois, como mencionado, uma empresa pode possuir diversos outros ativos que não podem ser tocados, como, por exemplo, créditos fiscais, despesas pagas antecipadamente, entre outras, que não são considerados ativos intangíveis.

Nesses termos, os ativos intangíveis são definidos como “um conjunto estruturado de conhecimentos, práticas e atitudes da empresa que, interagindo com seus ativos tangíveis, contribui para a formação do valor das empresas” (KAYO, 2002, p. 14).

De acordo com Schimdt e Santos (2002), não existem nas normas contábeis brasileiras itens que abordem, especificamente, os ativos intangíveis, diferentemente das normas internacionais do IASB e do FASB que apresentam critérios para reconhecimento desses ativos. Caso necessário, maiores referências sobre reconhecimento legal e sua normatização podem ser encontradas em Schimdt e Santos (2002) e Ludícibus *et al.* (1995) (PEREZ; FAMÁ, 2006, p. 8).

Um ativo intangível é aquele que possui as seguintes características: (i) deve ser passível de identificação específica e descrição reconhecível; (ii) deve estar sujeito à existência e proteção legal; (iii) deve estar sujeito ao direito de propriedade privada; (iv) deve haver evidência tangível ou manifestação real de existência do ativo intangível (como contrato específico, licença de uso, documento de registro, entre outros); (v) deve ter sido criado em um momento identificável ou resultado de evento identificável; (vi) deve estar sujeito a ser destruído ou cancelado em um momento ou evento identificável (REILLY; SCHWEIHS, 1998). Portanto, os ativos intangíveis numa organização obedecem a determinadas características intrínsecas, que possuem valor financeiro e representam uma parcela significativa de uma empresa.

Outro ativo importante é o *Goodwill*, identificado a partir da comparação do “valor de mercado de uma empresa ao valor dos seus ativos líquidos a preços de mercado. Todavia, tal procedimento não é realizado devido à dificuldade na mensuração desse ativo quando não envolvido em efetiva transação” (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 2007, p. 392).

Segundo Martins *et al.* (2010, p. 6)

[...] o CPC 15 (2009), que atualmente apresenta a definição legal de *goodwill* válida no Brasil, no seu parágrafo 32, exige que ele seja reconhecido nas demonstrações da adquirente mediante a diferença entre o valor total pago por um negócio e a diferença entre os ativos e passivos identificáveis avaliados pelo seu valor justo. Por outro lado, o CPC 4 – Ativos Intangíveis (2008), não permite que o *goodwill* que não tenha sido adquirido, ou seja, aquele gerado internamente, mas ainda não parte de uma negociação de compra, seja contabilizado.

De acordo com Martins *et al.* (2010), o *goodwill* é considerado a partir do momento em que os ativos de uma organização possibilitarem o retorno acima do que é esperado, definido como *goodwill* gerado internamente. Nesse caso, não é contabilizado, devido à dificuldade de sua mensuração. Dessa forma, os autores consideram que a partir da transação de aquisição de uma organização, “surge a possibilidade de uma avaliação do seu montante de forma objetiva, resultante da diferença entre o valor patrimonial avaliado a preços de mercado da participação adquirida e o valor efetivamente pago por ele” (MARTINS *et al.*, 2010, p. 6), o que possibilita, de acordo com o CPC 15, ser contabilizado (*goodwill* adquirido).

Nesse sentido, Martins *et al.*, (2010, p. 6) consideram que

O *goodwill*, quando é adquirido, existia antes da transação na forma de *goodwill* gerado internamente na empresa adquirida (por isso foi pago mais do que o valor patrimonial a preços de mercado) e continua existindo após a compra. Porém, quando a transação efetivamente ocorre é que surge a possibilidade de sua mensuração com um grau de objetividade que permita o seu registro contábil.

Martins (2001, p. 124) afirma que “o *goodwill* pode ser considerado como resíduo existente entre a soma dos itens patrimoniais mensurados individualmente e o valor global da empresa”. Dessa forma, considera que a variação entre o *goodwill* e os outros ativos identificáveis, indica que esses últimos podem ser negociados

separadamente, e o *goodwill* está vinculado à organização, não sendo possível ser negociado individualmente.

Martins *et al.* (2010, p. 5) argumentam:

Goodwill pode ser descrito como a soma daqueles atributos intangíveis de um negócio que contribuem para o seu sucesso, tais como: uma localização favorável, uma boa reputação, a habilidade e perícia dos seus empregados e gestores e sua relação duradoura com credores, fornecedores e clientes.

Estes intangíveis juntos formam o *goodwill*, que “é o valor presente descontado de lucros futuros superiores esperados [...]” (MARTINS *et al.* 2010, p. 5). Assim, verifica-se que o *goodwill* é um ativo intangível, que surge quando a entidade possui a capacidade de gerar lucros superiores ao normal para o setor no qual atua por conta da sinergia de diversos ativos intangíveis que não podem ser isoladamente identificados.

Iudícibus (2006, p. 234) considera o *goodwill* como o diferencial em relação a ser algo a mais “pago sobre o valor de mercado do patrimônio líquido das entidades adquiridas a refletir uma expectativa (subjativa) de lucros futuros em excesso de seus custos de oportunidade”. Portanto,

[...] o verdadeiro *goodwill* somente surgirá se os ativos e os passivos das entidades adquiridas ou fundidas forem reavaliados por algum tipo de valor de mercado, de entrada ou saída. Caso isso não tenha sido feito, o *goodwill* é uma mistura de ‘*goodwill* puro’ e de outras diferenças de avaliação (IUDÍCIBUS, 2006, p. 234).

Ocorre que o conceito de *goodwill* pode ser claramente definido, mas sua mensuração é “um tópico controverso na contabilidade por causa da sua natureza vaga e da dificuldade de se chegar a um valor que seja verificável” (MARTINS *et al.*, 2010, p. 5). Ainda segundo os mesmos autores, por essa razão é que o *goodwill* somente é contabilizado quando resultante de uma aquisição na qual a porção adquirida é superior ao valor dos ativos e passivos líquidos, avaliados com base em seus respectivos valores de mercado.

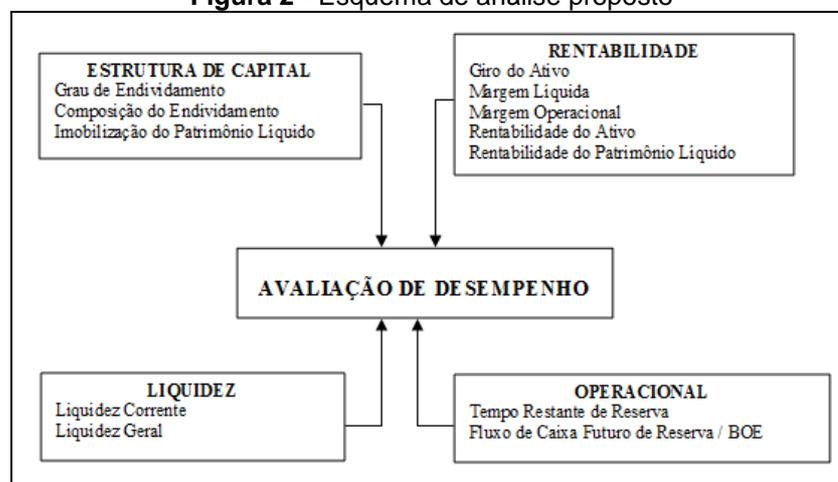
2.4 Indicadores financeiros utilizados na valoração

Como alternativa para medir o desempenho de uma organização, a disposição e a interpretação dos números existentes são essenciais para um bom processo de avaliação. A utilização dos indicadores adequados para a valoração de determinada empresa adquire sua relevância mediante a observação do cenário econômico quanto às características do negócio em questão e quanto à expectativa dos agentes envolvidos em relação ao retorno do investimento.

Em determinado momento da economia brasileira, segundo Ferreira (2010), tem favorecido a determinadas atividades a atribuição de mais elevados ao estabelecimento da precificação, lembrando que tal fato decorre da necessidade de fornecimento de uma base de valores em detrimento do processo de avaliação. A variabilidade dos resultados alcançados na negociação, em boa parte dos casos, ocorre em função dos demonstrativos apresentados no balanço patrimonial.

Como observado por Girão, Martins, Silva e Ventura (2012), não é apenas na análise dos dados disponíveis nos demonstrativos de origem e de resultado, no balanço patrimonial ou nas aplicações dos recursos que os gestores se baseiam. A tomada de decisão, sobretudo tem seu decurso pelo cálculo de indicadores financeiros. A análise de outros fatores, como cenário, atividade exercida e capacidade de retorno, é fundamental para o estabelecimento de indicadores financeiros que forneçam aos gestores uma fotografia mais precisa do desempenho das empresas em situações mais recentes.

Figura 2 - Esquema de análise proposto



Fonte: Bomfim, Macedo e Marques (2013, p. 119).

Com base nos indicadores apontados, Ribeiro Macedo e Marques (2012, p. 63) explicam que “a avaliação de desempenho financeiro, quando bem realizada, garante suporte ao processo decisório na organização [...] Além disso, a preocupação com índices financeiros é necessária também por conta da prestação de contas da empresa com a sociedade”.

Dentre os indicadores financeiros de maior relevância relacionados ao desempenho organizacional, Lyra (2008) destaca com base na análise de hierarquia, os seguintes indicadores: estrutura de capital, rentabilidade, liquidez e atividade operacional. Tal recioncínio aponta que o objeto de observação dos gestores e profissionais especializados ligados à avaliação não está tangenciado apenas pelas medidas financeiras, mas também pelo desempenho geral apresentado.

2.4.1 Estrutura de capital

A incessante busca pela previsibilidade dos cenários de mercado futuro vem aprimorando a racionalidade dos agentes que nele atuam, auferindo, de acordo com Saito *et al.* (2008), o aspecto dinâmico da abordagem da estrutura de capitais, consolidado pela diversidade de modelos teóricos decorrentes da evolução e da inovação dos mercados financeiros.

Oliveira *et al.* (2012) explica que o estudo da estrutura de capital é realizado há mais de cinquenta anos, objetivando verificar seu impacto no valor das empresas. Antes, as abordagens eram resumidas distintamente em: lucro líquido, lucro operacional líquido e método tradicional. O arcabouço teórico sobre a estrutura de capital foi embasado por Modigliani e Miller (1958). Surgiram em seguida outras correntes de pensamento, que resultaram em uma constante evolução dos estudos sobre a gestão das finanças e a aplicabilidade dos investimentos pelas organizações.

Todas as premissas da teoria de Modigliani e Miller são baseadas em um mercado perfeito, que desconsidera, entre outras questões, qualquer tributação sobre os dividendos, e na contestação da existência de uma estrutura ótima de capital a partir da publicação do polêmico artigo datado de 1958. Para Famá e Grava (2000),

as teorias de estrutura de capital, são antes de tudo, alicerçadas em modelos microeconômicos cujas restrições são permeadas pelo comportamento dos agentes econômicos e suas decisões no mercado.

A estrutura de capital, na concepção de Weston e Brigham (2000), é composta pelas relações entre o capital próprio e as decisões de investimento, seja pelo endividamento, mediante o financiamento conforme a oferta do crédito, ou pela disponibilidade dos ativos do patrimônio. Na mesma linha de pensamento, a estrutura de capital, de acordo com Merton e Bodie (2002), pode ser compreendida pelo somatório do patrimônio, pelo endividamento e pelo crédito, a partir das fontes de financiamento.

De acordo com Prociandy e Schnorrenberger (2004), os gestores de uma empresa, muitas vezes, são influenciados pela estrutura de controle no cenário organizacional. Acerca desta consideração, pode ocorrer a aversão ao risco financeiro, considerando a posição dos acionistas diante de determinadas decisões em defesa do controle acionário.

O QUADRO 5 apresenta as vantagens e desvantagens das decisões de investimento.

Quadro 5 - Relações entre o capital próprio e o financiamento

VANTAGENS DO ENDIVIDAMENTO	DESVANTAGENS DO ENDIVIDAMENTO
1 – BENEFÍCIO FISCAL	1 - CUSTOS DE BANCARROTA
As despesas de juros são fiscalmente dedutíveis. Quanto maior a taxa de impostos, maior o benefício.	Quanto maior o endividamento, maior o fluxo de juros a pagar, maior o risco financeiro e maior o custo das dívidas
2 - DISCIPLINA	2 - CUSTOS DE AGÊNCIA
Quanto maior a separação entre gerentes e acionistas, maior o benefício do endividamento.	Custos de monitoramento e custos de oportunidade pela existência de cláusulas restritivas.

Fonte: Adaptado de Minardi e Sanvicente (2009).

Para Minardi e Sanvicente (2009) maximizar o valor da firma é o principal objetivo da proposição do modelo de uma estrutura ótima de capital. Nesse sentido, Futema *et al.* (2009) assinalam a aplicação dos investimentos em várias formas, descrevendo como estrutura ótima de capital a combinação de autofinanciamento,

capital de terceiros e capital próprio, agrupados e utilizados como variáveis dependentes, de acordo com a configuração do cenário de mercado.

Cotei e Farhat (2009) e Gonçalves (2009) observam que no estudo das finanças é possível notar que não existe consenso nas teorias sobre os seus determinantes, sendo comum o pensamento de que o comportamento dos agentes decisórios varia de acordo com as incertezas do mercado. Schonerwald, Vallandro e Zani (2010) assinalam profundo conhecimento das variáveis comportamentais por grande parte dos teóricos do assunto. No entanto, percebem a configuração de uma estrutura ótima de capital apenas como efeito de modelo de estudo. A realidade de mercado pode se apresentar de forma distinta as variáveis consideradas no campo teórico.

Devido à inexistência de um modelo perfeito aplicável às necessidades de otimização das empresas, uma teoria sobre a estruturação do capital sozinha é insuficiente para responder a todas as questões e problemas apresentados pelas organizações. De outro lado, o aprofundamento dos modelos e das teorias financeiras existentes ao longo de sua evolução se torna um imperativo para o sucesso dos gestores na escolha de suas decisões.

2.4.2 EBITDA como indicador financeiro

O EBITDA (*Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization*) ou LAJIDA, refere-se a um indicador financeiro que aponta a quantidade de recursos brutos gerados por um processo operacional de trabalho, isto é, sem a incidência de impostos e outros abatimentos financeiros. Seu uso como parâmetro do desempenho das organizações, de acordo com Rezzieri, Schnorremberger e Reina (2012), possibilita aos empresários ou investidores medirem a eficiência e a produtividade. Consiste em representar os resultados finais das empresas de capital aberto, por meio da análise dos balanços contábeis.

Em seus estudos sobre valoração das empresas, Boufet (2006) aponta o uso intensivo do EBITDA, que quer dizer, o “lucro antes dos juros, dos impostos e da

depreciação e amortização”, como um modismo apregoado na avaliação dos valores da organização. Mesmo com sua origem em 1960, este indicador passou a ser utilizado com mais frequência nos Estados Unidos da América (EUA) a partir do movimento de aquisição de empresas, alavancado na década de 1980. Na década de 1990, passou a ser usado como “medida de fluxo de caixa para as empresas que estavam a ponto de declarar concordata ou falência e com o tempo, seu uso cresceu também entre empresas maduras e com ativos de grande duração” (DIAS, 2002, p. 15).

Muito embora se apresente como um modelo tradicional na teoria de finanças, apenas a partir do ano 2000, em que o EBITDA ficou amplamente conhecido e tornou-se muito utilizado pelos profissionais da área financeira no Brasil. Segundo Dias (2002), a utilização do EBITDA consistiu, naquela ocasião, em ajustar a taxa câmbio, em virtude de uma grande desvalorização da moeda brasileira. A partir de então, tornava-se comum a publicação dos relatórios administrativos financeiros com demonstrativos de prejuízos ou pouca lucratividade, uma vez que o EBITDA desconsiderava a incidência de juros na apresentação dos resultados dos balanços.

O QUADRO 6 apresenta a formulação do EBITDA

Quadro 6 - Formulação do EBITDA

<p>E Lucro líquido (earnings) + Juros (interest) + T Impostos (taxes) + D Depreciação (depreciation) + A Amortização (amortization)</p> <hr/> <p>= EBITDA</p> <p>ou</p> <p>E Lucro líquido (earnings) + D Depreciação (depreciation) + A Amortização (amortization)</p> <hr/> <p>= TCF</p> <p>+ Juros (interest) + T Impostos (taxes)</p> <hr/> <p>= EBITDA</p>

Fonte: Adaptado de Motta e Cossermelli (2012).

Mesmo sendo facultativa a divulgação dos resultados financeiros, as companhias de capital aberto adotados como prática um cálculo próprio que, na ausência de normas disciplinatórias, facilitava a omissão de dados econômicos importantes aos investidores. Devido às várias críticas quanto ao uso indiscriminado do EBITDA na divulgação dos demonstrativos contábeis, surgiu como a primeira norma regulatória a instrução 527 da Comissão de Valores Imobiliários (CVM), objetivando a uniformidade de seu cálculo, de forma a asseverar um indicador mais seguro na tomada de decisões de investimentos.

As principais críticas em relação ao EBITDA, segundo Dias (2002, p. 20 a 23), são: ignorar a variação da necessidade de capital de giro; ignorar a carga fiscal; ignorar a necessidade de reposição de ativos; ignorar a política de dividendos; e constituir-se como um falso indicador de liquidez.

Salotti e Yamamoto (2005) acrescentam limitações à utilização do EBITDA: não considera o montante de reinvestimento necessário, especialmente no que tange às organizações com ativos de vida curta; não prediz sobre a qualidade dos lucros da companhia; e não considera as características pertinentes a cada empresa.

Em avaliação do setor de telefonia, que possui como característica a incidência de custo fixo, que teve no Brasil intensos investimentos na década de 1990, proporcionando com base na maturação dos investimentos, a geração de caixa operacional proporcional, Frezzatti (2007), observando a três empresas líderes no segmento, apontou falhas da utilização do EBITDA, o fato de o indicador do gerencial interno não refletir a geração proporcional de caixa operacional. Por esse motivo, o uso do EBITA foi considerado inadequado para este tipo de avaliação, sendo sugerido aos acionistas na ocasião a adoção de alguns indicadores adicionais.

O EBITDA ou LAJIDA retrata o lucro antes dos juros, impostos, depreciações, exaustões e amortizações, identificando, assim, a capacidade operacional de criação de fluxo de caixa, possibilitando avaliar a capacidade de a empresa honrar seus compromissos, sua liquidez, solvência e flexibilidade financeira, bem como, a performance operacional de diferentes empresas, por eliminar os efeitos de distintos

tratamentos contábeis para as mesmas transações (NEVES JÚNIOR e BATISTA, 2005, p. 27).

Malvessi (2012) demonstra, por meio de bases de dados de diversas publicações, o uso intensivo do EBITDA nas organizações como indicador da avaliação para a valoração de empresas e da remuneração de executivos, assumindo como pragmatismo sua utilização em uma realidade incontestável.

Em estudo realizado com treze importantes empresas de vários segmentos, Malvessi (2012) considera a utilização deste indicador, apontando vantagens e limitações (QUADRO 7).

Quadro 7 - Vantagens e limitações do EBITDA

(Continua)

VANTAGENS	LIMITAÇÕES
É relativamente mais simples de ser entendido do que os outros métodos.	É sensível à avaliação de estoques, pela sua própria composição e natureza, especialmente quando sua análise objetiva determinar o valor de mercado das empresas.
É fácil de ser calculado e consiste numa aproximação do fluxo de caixa operacional, agradando os analistas externos.	É mais significativo quando usado de forma associada com outras técnicas de análise ou outros indicadores.
Possibilita as estimativas futuras de fluxo de caixa com o resultado obtido em exercícios passados.	Não é aplicado em instituições financeiras, dado que as despesas financeiras nelas, fazem parte das operações principais e, logo, não devem ser excluídas.
Elimina qualquer dificuldade para fins de análise de uma eventual desvalorização da moeda, por desconsiderar receitas e despesas financeiras.	Seria mais explicativo se proporcionasse uma leitura do efeito dos gastos diferidos em seus valores totais.
Apoia decisões de mudanças na política financeira, caso este indicador seja insatisfatório.	Não interessa tanto ao investidor minoritário de longo prazo, que está preocupado com a política de dividendos.
Auxilia na análise do grau de cobertura das financeiras, evidenciando o potencial operacional de caixa para remunerar os credores.	Pode tornar-se um indicador que não demonstra a real situação de uma empresa que possui alto grau de endividamento, pois este pode omitir grandes prejuízos líquidos, por desconsiderar despesas financeiras.
Avalia a repercussão da estratégia financeira adotada.	Ignora as variações no capital circulante líquido e superavalia o fluxo de caixa em períodos de crescimento do capital circulante
Pode ser utilizado como benchmark da análise de seus indicadores estáticos ou absolutos comparados com os de outras empresas congêneres.	Pode ser uma medida enganosa de liquidez.

Quadro 7 - Vantagens e limitações do EBITDA

(Conclusão)

VANTAGENS	LIMITAÇÕES
Serve de base para a avaliação da eficiência das empresas e dos indicativos da viabilidade do negócio.	Não considera o montante de reinvestimento necessário especialmente para companhias com ativos de vida curta.
Representa uma medida globalizada por permitir a comparação de dados entre empresas de diferentes países.	Não diz nada sobre a qualidade dos lucros.
Pode ser utilizado pelas empresas para estabelecer suas metas de desempenho.	É uma medida autônoma inadequada para a comparação de múltiplos de aquisição.
Pode ser utilizado como base para pagamento de bônus a empregados.	Ignora as distinções na qualidade do fluxo de caixa – nem todas as receitas são caixa.
--	Não é denominador comum para convenções contábeis internacionais.
--	Oferece proteção limitada quando utilizado em cláusulas de contrato.
--	Pode se desviar do campo da realidade.
--	Não é apropriado para análises de muitas indústrias, porque ignora as suas características únicas.

Fonte: Adaptado de Santana e Lima (2004), Salotti e Yamamoto (2005) e Frezatti e Aguiar (2007).

Em comparação a outros estudos realizados com analistas financeiros voltados para avaliar os conhecimentos acerca do indicador EBITDA, Silva *et al.* (2012) concluíram que os profissionais abordados, de modo geral, possuem bons conhecimentos sobre este indicador. Eles afirmaram sua utilização em questões profissionais e pessoais. Pelo grau de importância atrelado, o uso é cada vez mais frequente. Como resultado do estudo, verificou-se que o uso recorrente do EBITDA, está relacionado à provável percepção dos analistas de credibilidade deste indicador.

3 METODOLOGIA

Neste capítulo apresentam-se os procedimentos metodológicos que viabilizaram este estudo e descrevem-se o tipo de pesquisa quanto à abordagem; quanto aos fins; quanto aos meios; a unidade de análise e os sujeitos de pesquisa; os instrumentos de coleta; e a técnica de análise dos dados. Isso para compor um amálgama metodológico coerente e seguro, em que o principal fator está envolto em um vasto número de procedimentos e técnicas de avaliação para a valoração da empresa investigada.

3.1 Tipo de pesquisa quanto à abordagem

Adotou-se a pesquisa qualitativa, visando identificar e analisar os elementos previstos nos objetivos específicos propostos. Para tanto, os aspectos de natureza implícita em especial, como os indivíduos percebem da questão da valoração das organizações. Conforme contextualiza Godoy (2005), foi importante adotar pesquisa qualitativa, devido ao pouco conhecimento sistematizado relacionados à unidade de análise, os procedimentos e técnicas de avaliação, bem como sobre os respondentes, que, no caso deste estudo, referem-se àqueles atores que participam da valoração das empresas. Diante do exposto, a investigação foi realizada com os proprietários e gestores, recorrendo-se aos documentos existentes nas organizações sempre que fosse necessário.

A natureza qualitativa, por seu aspecto subjetivo, demandou proximidade do pesquisador com o objeto de análise a ser averiguado. Collis e Hussey (2005, p. 27) consideram a investigação qualitativa mais fácil de começar, porém, geralmente, “mais difícil de analisar seus dados e redigir o relatório final”. O estudo adotou a abordagem qualitativa, uma vez que o método empregado não se utiliza de técnicas estatísticas e o *design* e o foco devem “emergir por um processo de indução, do conhecimento do contexto e das múltiplas realidades construídas pelos participantes em suas influências recíprocas” (ALVES-MAZZOTTI; GEWANDSZNAJDER, 2004, p. 147).

As pesquisas qualitativas possuem natureza holística e ideográfica em relação aos fenômenos sociais, sendo que o referencial teórico não será determinado *a priori*, uma vez que

[...] a focalização prematura do problema e a adoção de um quadro teórico *a priori* turvam a visão do pesquisador, levando-o a desconsiderar aspectos importantes que não se encaixam na teoria e a fazer interpretações distorcidas dos fenômenos estudados (ALVES-MAZZOTTI; GEWANDSZNAJDER, 2004, p. 148).

A abordagem qualitativa possibilitou ao pesquisador adquirir “familiaridade com o estado do conhecimento sobre o tema, para que possa propor questões significativas e ainda não investigadas” (ALVES-MAZZOTTI; GEWANDSZNAJDER, 2004, p. 151).

Segundo Godoy (1995, p. 62), na pesquisa qualitativa “valoriza-se o contato direto e prolongado do pesquisador com o ambiente e a situação que está sendo estudada”. Por conseguinte, o pesquisador é o principal instrumento de coleta de dados e “deve aprender a usar sua própria pessoa como o instrumento mais confiável de observação, seleção, análise e interpretação dos dados coletados” (GODOY, 1995, p. 62). No caso em questão, o critério de avaliação das empresas contemplou sua valoração no respectivo mercado, considerando as possibilidades de investimentos.

3.2 Tipo de pesquisa quanto aos fins

Em relação aos fins, foi utilizada a pesquisa descritiva, que, segundo Gonçalves e Meirelles (2004), consiste em apresentar ao leitor uma visão mais ampla do assunto em questão, que, no caso desta pesquisa, refere-se ao processo de compra e venda das empresas, e algumas de suas características, descrevendo para este fim os determinados instrumentos de avaliação utilizados. Tais fatores, no entanto, vem se consolidando cada vez mais como determinantes da capacidade de desenvolvimento das empresas, uma vez que no estudo a pesquisa descritiva possibilitou compreender em maior profundidade as questões investigadas.

Segundo Triviños (1987, p. 110), na pesquisa descritiva busca-se “conhecer a comunidade, seus traços característicos, suas gentes e seus problemas [...]”, aspecto fundamental para compreender o comportamento dos sujeitos da pesquisa.

Define Vergara (2007, p. 47)

A pesquisa descritiva expõe características de determinada população ou de determinado fenômeno. Pode também estabelecer correlações entre variáveis e definir sua natureza. Não tem compromisso de explicar os fenômenos que descreve, embora sirva de base para tal explicação.

As principais características levantadas pela investigação por meio dos relatos dos respondentes refletiram todas as facetas para a elucidação do problema de pesquisa, com informações valiosas que corroborem a percepção dos acontecimentos.

Para Alves-Mazzotti e Gewandsznajder (2004, p. 151), muitas pesquisas procuram preencher lacunas do conhecimento,

[...] daí serem essas pesquisas frequentemente definidas como descritivas ou exploratórias. Essas lacunas geralmente se referem à compreensão de processos que ocorrem em uma dada instituição, grupo ou comunidade.

Segundo os autores, nessas pesquisas foi possível desvendar os meandros dos problemas levantados, por meio de investigações que alcancem as lacunas existentes.

Explica Triviños (1987, p. 112):

Os estudos descritivos exigem do investigador, para que a pesquisa tenha certo grau de validade científica, uma precisa delimitação de técnicas, métodos, modelos e teorias que orientarão a coleta e interpretação dos dados. A população e a amostra devem ser claramente delimitadas, da mesma maneira, os objetivos do estudo, os termos e as variáveis [...] as questões de pesquisa etc.

Foi possível compreender os elementos-chave que esclarecem as dúvidas que porventura estejam envolvidas, no sentido de fornecer ao pesquisador todos os fatos, para uma análise apurada do problema de pesquisa.

3.3 Tipo de pesquisa quanto aos meios

Triviños (1987, p. 110) considera que os estudos de caso “têm por objetivo aprofundarem a descrição de determinada realidade”. Segundo Yin (2010, p. 19), os estudos de caso “representam a estratégia preferida quando se colocam questões

do tipo 'como' e 'por que', quando o pesquisador tem pouco controle sobre os eventos e quando o foco se encontra em fenômenos contemporâneos [...]"

O estudo de caso foi realizado em uma organização já avaliada em relação ao seu patrimônio, proporcionando maior abrangência dos resultados alcançados, não se limitando apenas às características de uma organização e à percepção de seus membros.

Para Yin (2010, p. 32), o estudo de caso é

[...] uma investigação científica que investiga um fenômeno contemporâneo dentro de seu contexto da vida real, especialmente quando os limites entre o fenômeno e o contexto não estão claramente definidos; enfrenta uma situação tecnicamente única em que haverá muito mais variáveis de interesse do que pontos de dados e, como resultado, baseia-se em várias fontes de evidência [...] e beneficia-se do desenvolvimento prévio de proposições teóricas para conduzir a coleta e análise dos dados.

Segundo o autor, a importância do estudo de caso se baseia em suas características essenciais, como a contemporaneidade dos fenômenos observados, pela visão direta dos acontecimentos realizada *in loco*, não se deixando influenciar e mantendo distância dos fenômenos investigados, utilizando as evidências levantadas. A opção pelo método do estudo de caso foi adequada a este trabalho, em que a sua natureza se insere num contexto comum de exposição de valoração do patrimônio.

A investigação documental será contemplada como procedimento auxiliar, uma vez que serão averiguados conteúdos de documentos presentes nas organizações, bem como seus balanços e outros ofícios que sejam pertinentes aos objetivos deste estudo. Nesse sentido, serão aceitos para esta pesquisa todos os documentos existentes nos acervos da empresa em questão (QUIVY; CAMPENHOUDT, 2003). Ao longo da realização deste estudo, foi contemplada a pesquisa bibliográfica, com embasamento principal em artigos recentes. Com o objetivo de substanciar os fundamentos deste estudo, consultaram-se livros, artigos e meios eletrônicos, assim como a documentos e informações disponibilizados pela empresa investigada.

3.4 Unidade de análise e sujeitos de pesquisa

A unidade de análise, de acordo com Nascimento (2007, p. 88),

[...] é a entidade central do problema de pesquisa. Apesar de ser normalmente definida como sendo indivíduos, grupos ou organizações, ela pode também ser uma atividade, um processo, um aspecto ou uma dimensão do comportamento organizacional e social.

A unidade de análise do estudo compreendeu uma empresa dos segmentos de venda de equipamentos hospitalares e de assistência técnica, que operam em nichos distintos de mercado, a qual vem passando ou já passou pelo processo de avaliação e cujo objetivo foi a avaliar o valor do seu patrimônio.

Para Vergara (2007, p. 53), os sujeitos da pesquisa “são as pessoas que fornecerão os dados de que você necessita. Às vezes, confunde-se ‘universo com amostra’, quando estes estão relacionados com pessoas”. Segundo Flick (2009, p. 49), os sujeitos da pesquisa são as pessoas que “você estará interessado em encontrar [...] com mais conhecimento para lhe dar informações sobre seu tópico e estará em busca de diferentes pontos de vista”.

Os sujeitos de pesquisa referem-se a: presidente (sócio majoritário), diretor comercial (sócio minoritário), executivo responsável pelo plano comercial e gestor de estratégias de preços e metas, gerente financeiro, responsável por toda a rotina financeira, além de controlar orçamento, gerente de projetos da *holding*, responsável pela comunicação entre o sócio investidor e as empresas que sofreram investidas e pelo acompanhamento e gestão das metas, resultados e participação direta no planejamento estratégico e avaliador independente.

3.5 Instrumento de coleta de dados

Com o intuito de atender aos propósitos deste estudo, foram realizadas entrevistas semiestruturadas com os diretores e gestores da organização que participou da investigação. A entrevista semiestruturada consiste em uma vantagem, pela captação imediata da informação desejada, além de possibilitar esclarecimentos ou correções

necessárias, devido à aproximação entre entrevistado e entrevistador, favorecendo respostas espontâneas (SELLTIZ, 1987).

Os dados foram coletados a partir da formalização de suas condições (APÊNDICE A), por meio de um roteiro de entrevistas semiestruturadas (APÊNDICE B), previamente elaborado, cujo interesse

[...] está associado com a expectativa de que é mais provável que os sujeitos entrevistados expressem os seus pontos de vista numa situação de entrevista desenhada de forma relativamente aberta do que numa entrevista estandardizada ou num questionário (Flick, 2004, p. 89).

Foram realizadas entrevistas em profundidade com os sócios proprietários e gestores de uma empresa avaliada que sofreu investida de uma *holding*. Essa técnica permitiu prospectar respostas mais detalhadas dos respondentes, visando descobrir suas opiniões no que tange a condução da determinação de valor da organização.

Durante o processo de coleta de dados, solicitou-se aos respondentes permissão para a gravação das entrevistas, garantindo-lhes total sigilo das informações prestadas. Em momento posterior à etapa da coleta, foram realizadas as transcrições das entrevistas. Nesse sentido, são descritas as vantagens atribuídas a este método em que:

[...] a) independe do nível de conhecimento ou da capacidade verbal dos sujeitos; b) permite 'checar' na prática, a sinceridade de certas respostas que, às vezes, são dadas só para 'causar boa impressão'; c) permite identificar comportamentos não intencionais ou inconscientes e explorar tópicos que os informantes não se sentem a vontade para discutir; e d) permite o registro do comportamento em seu contexto temporal-espacial (ALVES-MAZZOTTI; GEWANDSZNAJDER, 2004, p. 164).

Ainda no tocante à coleta de dados, Ludke e André (1986, p. 34) observam que a vantagem da entrevista é que ela "permite a captação imediata e corrente da informação desejada".

3.6 Técnica de análise dos dados

Após a coleta de dados, o roteiro de entrevista foi organizado de modo a identificar respostas incompletas ou inconsistentes. A consolidação e a interpretação das respostas obtidas possibilitaram não apenas identificar as principais técnicas utilizadas na avaliação da empresa, mas também entender o raciocínio acerca das escolhas de uso de métodos pelos profissionais entrevistados.

Para o tratamento dos dados aferidos na pesquisa de campo, em relação aos dados da organização e dos informantes, coletados por meio de entrevista, os nomes reais foram substituídos por siglas e números, resguardando o caráter confidencial de cada objeto de análise, acordado formalmente por meio do Termo de Esclarecimento (APÊNDICE A) entre o entrevistador e os respondentes. Este procedimento facilitou a disposição dos dados e a análise das informações e seus respectivos respondentes em relação aos diversos questionamentos existentes no roteiro das entrevistas a serem realizadas.

[...] este é um processo complexo, não linear, que implica um trabalho de redução, organização e interpretação dos dados que se inicia já na fase exploratória e acompanha toda a investigação. A medida que os dados vão sendo coletados, o pesquisador vai tentativamente identificar temas e relações, construindo interpretações e gerando novas questões e ou aperfeiçoando as anteriores, o que por sua vez, o leva a buscar novos dados, complementares ou mais específicos que testem suas interpretações, num processo de sintonia fina que vai até a análise final (ALVES-MAZZOTTI; GEWANDSZNAJDER, 2004, p. 170).

Para a análise dos dados, aplicou-se a técnica de Análise de Conteúdo, reunindo todas as informações e características extraídas dos participantes da pesquisa, procurando, conforme descreve Godoy (2005), estabelecer um processo continuado e exaustivo, além de identificar dimensões, categorias, padrões e relações convergentes e ou divergentes entre os pares. A técnica de análise de conteúdo, segundo Gibbs (2009), permitiu a sistematização das informações, levando-se em consideração a natureza qualitativa da análise dos dados.

A categorização das perguntas em função dos objetivos específicos estão contidas no QUADRO 8:

Quadro 8 - Categorização das perguntas

Categoria	Perguntas
Principais instrumentos de valoração utilizados na precificação de ativos	14, 18, 19, 20
Crítérios de valoração em relação à circunstância empresarial	13, 15, 16, 17, 21, 22, 23, 24, 25, 28
Processo desenvolvido na venda da empresa e as lições aprendidas	11, 12, 26, 27
Resultados obtidos baseados na escolha da métrica e sua influência no processo decisório	29, 30, 31

Fonte: Dados da pesquisa, 2014.

Após a transcrição das entrevistas e a separação por categoria de análise e pelo conteúdo de cada relato, foi estabelecida, com base em Franco (2008), a análise qualitativa dos dados, a partir da interpretação das respostas obtidas. Collis e Hussey (2005) enfatizam a obrigatoria rigorosidade e sistemática na utilização do método para a realização de um bom trabalho de pesquisa.

4 AMBIÊNCIA DA PESQUISA³

A empresa em estudo foi criada em 1989, em Belo Horizonte, Minas Gerais, por um enfermeiro intensivista que trabalhava em CTIs⁴ de hospitais da cidade. Ao constatar a necessidade de melhorar os equipamentos, ele pesquisou uma empresa no Brasil que pudesse fornecer respiradores que viessem a preencher as expectativas do quadro de gravidade dos pacientes. Foi então que conheceu os proprietários de um fabricante nacional, que lhe ofereceram a representação em Minas Gerais, visando facilitar o atendimento aos hospitais mineiros. A iniciativa desta empresa de buscar um modelo de trabalho acabou originando a criação de normas e procedimentos de trabalho que passaram a ser o padrão adotado pela fabricante em todo o Brasil.

Com a inclusão de um novo sócio, a tecnologia passou a ser uma ferramenta aliada aos processos da empresa pesquisada, que ganhou impulso na agilidade de algumas tomadas de decisão. Essa preocupação constante em atender com qualidade e agilidade, buscando oferecer vendas consultivas a seus clientes, fidelizou um público e tornou-se referência no fornecimento de equipamentos de qualidade. A construção de uma base instalada robusta de equipamentos no estado fez surgir a necessidade de prestar assistência técnica para atender às demandas de consertos e aos requisitos operacionais de controle e qualidade exigidos pela Agência Nacional de Vigilância Sanitária (ANVISA). Por meio da Resolução da Diretoria Colegiada 59, a ANVISA determinou a todos os fornecedores de produtos médicos o cumprimento dos requisitos estabelecidos pelas “Boas Práticas de Fabricação de Produtos Médicos”, devendo os estabelecimentos que armazenem, distribuam ou comercializem produtos médicos cumprir o estabelecido na legislação.

Após anos atuando como representante desse fabricante nacional, surgiu a oportunidade de representar um fabricante estrangeiro. Para isso, foi assinado um acordo comercial, em 2010. Essa oportunidade se deu pelo fato de a tecnologia ser diferenciada e por agregar portfólio e margem de lucro atraente. Como era de se esperar, o mercado cresceu em número de base instalada, assim como o

³ Informações retiradas do site da empresa, não identificado, devido ao compromisso assumido do pesquisador com os proprietários.

⁴ Centro de Tratamento de Terapia Intensiva.

orçamento, pois as importações demandaram maior nível de capital de giro, para garantir as operações, assim como para buscar alternativas capazes de garantir o abastecimento no mercado. Outro ponto importante refere-se ao fato de a área de abrangência comercial ter-se estendido para quatro estados. O perfil da empresa modificou muito neste período, tanto pelo incremento no orçamento quanto pelo perfil tributário, aumentando a complexidade da rotina.

O cenário despertou o interesse de uma *holding* de Belo Horizonte em agregar esta empresa ao grupo, pois estava preparando uma estrutura comercial e econômica na área médico-hospitalar. Isso levou a empresa a negociar parte de seu patrimônio para assumir um novo patamar de gestão, em função das sinergias no grupo e da redução de riscos financeiros.

A forma como foi conduzida a valoração da empresa, desde o momento do interesse até o aporte do capital, gerou grande apreensão e ansiedade por parte dos gestores e diretores. A confiança na métrica e no preço apurado demandou grande esforço contábil, financeiro, processual e documental. A gestão teria que mudar completamente para atender aos requisitos de uma estrutura de sociedade anônima (S/A).

A investigação desta pesquisa se fez necessária para identificar a percepção dos gestores e diretores quanto ao processo de valoração de uma empresa, desde a intenção de venda de parte dos ativos, passando pelos critérios adotados e pelos indicadores arbitrados, até a métrica, ou método, de valoração de um patrimônio.

4.1 Situação da empresa

A empresa investigada iniciou um projeto para buscar um parceiro que, além de já fazer parte da área médico-hospitalar, pudesse investir capital, para atender às necessidades financeiras e de gestão. O objetivo era melhorar a *performance* em gestão e aumentar a capacidade de capital de giro, para financiar sua necessidade, que é elevada, em função do ciclo financeiro elevado (QUADRO 9).

Quadro 9 - Análise da variação da NCG

Análise da Variação da NCG	2009	2010	2011	2012	2013
Ativo Cíclico em Dias de Receita	151	92	261	233	205
Clientes	31	38	92	78	83
Estoques	115	52	99	65	116
Despesas Antecipadas	4	2	70	90	6
Passivo Cíclico em Dias de Receita	64	31	75	80	77
Fornecedores	18	8	12	16	22
Salários e Encargos	-	-	0	0	30
Obrigações Fiscais	45	23	55	63	23
Encargos sociais	1	1	8	1	1
Ciclo Financeiro = (NCG/Receita Anual) 360	86	61	186	153	128

Fonte: Dados fornecidos pela empresa, 2013.

Atualmente, os produtos importados representam 90% do portfólio da empresa e 94% do faturamento, compreendendo equipamentos, peças e acessórios.

4.2 Como o estudo de *valuation* foi usado

A empresa em estudo contratou uma consultoria externa para elaborar o estudo de *valuation* solicitado pelo investidor. As metodologias utilizadas foram: Fluxo de Caixa Descontado e Múltiplos de *EBITDA*. Foi levantada a estrutura de custos e despesas, além de receitas da empresa, que serviu de base para criar as projeções futuras. A estrutura de capital teve papel importante na avaliação, pois a empresa possui financiamentos de curto e de longo prazos, fruto de sua necessidade de capital de giro. Após a elaboração, o estudo foi discutido exaustivamente com as partes, investidor, fundadores e consultor, em que a mediação nos parâmetros do valor foi avaliada criteriosamente.

O peso do crescimento da empresa teve papel importante na negociação, pois mostrou uma evolução do ano de 2012 para o de 2013 de 123,7% no ativo total e de 212,5% no patrimônio líquido. A receita líquida cresceu 175,8% em 2013 comparativamente com 2012 e o lucro, 281,4% (QUADRO 10):

Quadro 10 - Análise do crescimento

	2009	2010	2011	2012	2013
Ativo Total	1.022.353,3	2.253.674,3	3.283.588,1	3.910.053,8	8.747.391,9
<i>Crescimento ABS</i>		1.231.321,0	1.029.913,8	626.465,6	4.837.338,1
<i>Crescimento %</i>		120,4%	45,7%	19,1%	123,7%
Imobilizado	448.994,6	584.410,3	607.318,3	643.005,3	650.423,3
<i>Crescimento ABS</i>		135.415,8	22.908,0	35.687,0	7.418,0
<i>Crescimento %</i>		30,2%	3,9%	5,9%	1,2%
Patrimonio Líquido	457.337,2	1.377.690,5	1.416.366,7	1.715.837,7	5.362.311,3
<i>Crescimento ABS</i>		920.353,3	38.676,2	299.471,0	3.646.473,6
<i>Crescimento %</i>		201,2%	2,8%	21,1%	212,5%
Dívida Onerosa	238.683,5	143.843,2	1.083.380,9	1.115.035,8	2.220.478,0
<i>Crescimento ABS</i>		-94.840,3	939.537,7	31.654,9	1.105.442,2
<i>Crescimento %</i>		-39,7%	653,2%	2,9%	99,1%
Receita Líquida	1.726.036,7	4.338.241,1	3.364.655,8	4.711.697,8	12.996.625,3
<i>Crescimento ABS</i>		2.612.204,4	-973.585,3	1.347.042,0	8.284.927,6
<i>Crescimento %</i>		151,3%	-22,4%	40,0%	175,8%
Lucro Operacional (EBIT)	57.861,0	1.080.361,6	(60.505,8)	558.326,3	2.162.936,0
<i>Crescimento ABS</i>		1.022.500,6	-1.140.867,5	618.832,1	1.604.609,7
<i>Crescimento %</i>		1767,2%	-105,6%	-1022,8%	287,4%
EBITDA	37.784,7	1.064.859,1	(87.640,5)	525.536,9	2.130.876,9
<i>Crescimento ABS</i>		1.027.074,4	-1.152.499,6	613.177,4	1.605.340,0
<i>Crescimento %</i>		2718,2%	-108,2%	-699,7%	305,5%
Lucro Líquido	25.807,0	1.056.306,3	(112.346,2)	470.192,3	1.793.137,9
<i>Crescimento ABS</i>		1.030.499,3	-1.168.652,5	582.538,5	1.322.945,6
<i>Crescimento %</i>		3993,1%	-110,6%	-518,5%	281,4%

Fonte: Dados fornecidos pela empresa, 2013.

O EBITDA, indicador utilizado na negociação, aumentou de 2012 para 2013 na ordem de 305,5%. Essas informações contribuíram efetivamente para o poder negocial entre as partes.

4.3 Visitas à empresa e entrevistas

A consultoria iniciou um ciclo de visitas na empresa. Devido à limitação do tempo e recursos, aproveitou ao máximo da auditoria nas informações solicitadas. A contribuição da contabilidade foi preponderante para a validação dos dados coletados. As entrevistas foram feitas com os fundadores e gestores de cada área da empresa, além do contador, que presta os serviços contratados. A partir dos dados coletados, foi possível tabular e projetar o futuro com maior segurança, utilizando-se de recursos estatísticos e dos dados conjunturais da área em que atuam.

4.4 Resultados

A metodologia de fluxo de caixa descontado ajudou a obter uma compreensão abrangente da capacidade de geração de caixa da empresa. Foi utilizada para auxiliar nas decisões estratégicas referentes ao valor do empreendimento. Também, identificou oportunidades futuras a serem exploradas pelos gestores, permitindo que

o negócio pudesse ser operado de maneira mais eficiente e assertiva em termos de custo, despesas e receitas.

As informações forneceram ideias interessantes no curto, médio e longo prazos, destacando as alternativas de volume e dos preços praticados. Adicionalmente, forneceram uma vantagem competitiva.

5 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste capítulo, analisam-se os dados levantados na pesquisa, a tabulação e a análise das respostas das entrevistas realizadas com o presidente, diretor comercial, gerente financeiro, gerente de projetos da *holding* e avaliador independente que avaliou a empresa investigada. Inicialmente, elaborou-se um perfil dos respondentes, a partir da tabulação dos dados obtidos das entrevistas (QUADRO 11), adotando o critério de codificar seus nomes pela nomenclatura ENTREV. 01, ENTREV. 02, ENTREV. 03, ENTREV. 04 E ENTREV. 05:

Quadro 11 - Perfil dos entrevistados

Entrev.	Faixa etária	Est. civil	Nacio-Nalidade	Naturalidade	Escolaridade	Exp. na área	Cargo	Tempo de empresa
01	56-60	Casado	Brasileiro	Medina/MG	Sup. completo	30 anos	Presidente	25 anos
02	20-25	Solteiro	Brasileiro	Belo Horizonte	Sup. completo	5 anos	Gerente de Projetos	7 meses
03	56-60	Casado	Brasileiro	Belo Horizonte	Sup. Completo	15 anos	Sócio diretor	15 anos
04	45	Casado	Brasileiro	Pará de Minas/MG	Sup. completo/ Esp. Finanças	5 anos	Avaliador independente	1 ano
05	46-50	Divorciada	Brasileira	Belo Horizonte	Segundo grau completo	25 anos	Gerente financeira	20 anos

Fonte: Dados da pesquisa, 2014.

Segundo os dados dos entrevistados, 4 são do sexo masculino, casados, todos brasileiros e nascidos em Minas Gerais, 3 são oriundos da Capital mineira, 4 têm formação superior completa, 3 têm 10 anos ou mais de experiência na área e 3 têm 15 anos ou mais de empresa, dado esse relevante como indicativo de vivência sólida na organização.

5.1 Principais instrumentos de valoração utilizados na precificação de ativos

Os principais instrumentos utilizados para a valoração da empresa, segundo os entrevistados, sobressaíram o fluxo de caixa descontado, múltiplo de EBITDA, valores patrimoniais e contábeis e patrimônios tangíveis. A importância da utilização do EBITDA é corroborada por Malvessi (2012), uma vez que o seu emprego como indicador da avaliação nas organizações é uma realidade incontestável.

Os instrumentos de precificação de empresas consistem em registrar todos os ativos pelos preços transacionados no mercado, pelo valor líquido e, quando não for possível, pela melhor estimativa de preço que o ativo teria em uma eventual

negociação. É o que afirma Sallaberry (2012), visto que a adoção de vários indicadores financeiros assume maior valor na tomada de decisões, uma vez que isso permite mensurar o incremento econômico real da organização.

O processo decisório executivo de valoração de ativos baseou-se na utilização de instrumentos para a tomada de decisão sobre a utilização de fontes de recursos que financiam os investimentos de curto e de longo prazo, metodologias e processos operacionais, estrutura de capital, risco e retorno. Martins (2001) afirma que os métodos procuram evidenciar o mesmo objetivo, por meio das mesmas mutações, e que a integração dos métodos é viável. Após a definição da metodologia, normalmente por uma avaliação independente, esta é submetida à administração, quando são discutidos os efeitos e impactos em relação ao valor apurado.

[...] estudo foi feito em cima de valor patrimonial, valor de mercado e o fluxo de caixa descontado, que me parece ser hoje o mais adequado para essas avaliações de empresa [...]. (ENTREV. 01).

[...] no início, foi feita a valoração da empresa através de fluxo de caixa descontado [...] era a parte mais usada porque valorizou a empresa [...] Porém depois dessa fase foi decidida uma questão negocial entre as partes que acharam que era a melhor opção, mas sem discussão. (ENTREV. 02).

[...] múltiplos do EBITDA, cadastro de cliente [...] tempo de mercado, produtos, fundo de caixa [...] qualidade dos produtos, a confiabilidade, o nome da empresa, [...] o pós-venda é muito bom. A assistência técnica é muito boa [...]. (ENTREV. 03).

[...] fluxo de caixa descontado, sobre o valor patrimonial, valor contábil, múltiplo de EBITDA, ativos tangíveis [...] para chegar num consenso de instrumento e [...] ter uma noção de valores. (ENTREV. 04).

[...] o EBITDA é um dos componentes principais dessa discussão e dos acordos, que seriam realizados e fluxo de caixa descontado. (ENTREV. 05).

Em relação ao conhecimento dos instrumentos empregados no processo de valoração, os respondentes destacaram o “EBITDA”, os “valores patrimonial, operacional e de mercado” e o “capital da empresa”. Conhecer os instrumentos para a valoração de empresas é uma das etapas mais importantes, momento em que se define o caminho pelo qual será norteado o valor apurado, conforme atestam Muller e Teló (2003), uma vez que é importante conhecê-los para a identificação do valor dos seus empreendimentos. Perpassa pelo conhecimento da estrutura operacional de custos e despesas, de receita e lucros, de ativos e passivos, dos riscos e da representatividade no mercado. O processo decisório de valorar uma empresa desempenha importante papel no gerenciamento do negócio, uma vez que os agentes precisam administrar as possíveis alternativas que irão agregar valor. Por

exemplo, novos investimentos, compra e venda de empresas, fusões, incorporações e realocização. Nesses termos, Mañas (2002) considera que a tomada de decisão nas organizações é essencial para o gestor decidir sobre a melhor alternativa para cada momento, no sentido de garantir os resultados esperados.

Além das expectativas de resultados futuros conciliados com o contexto em que a empresa está sendo avaliada, o conhecimento dos instrumentos de valoração deve ajudar a reproduzir o potencial, a perspectiva e a representatividade no mercado.

Foi utilizado o EBTIDA, EVA, EVA descontado, forma de precificação por distribuidor [...] VLP, TIR, *payback* descontado e WACC. A precificação, ela tem um peso importante na hora de se valorar a empresa [...] por que tem como projetar as suas vendas e margens de contribuição, margem de lucro líquido. (ENTREV. 01).

[...] indicadores contábeis normalmente utilizados [...], serviço geral [...] potencial de recebimento da empresa [...] fluxo de caixa descontado, [...] valor do patrimônio da empresa, valor operacional que a empresa vai gerar após recebimento do investimento que ela está gerando. (ENTREV. 02).

[...] desenvolvimento de tarefas, de processos, da medição de resultados, [...] cada setor vai verificar suas interdependências e, com isso, aprimorar seu funcionamento, numa ligação entre todos os setores. (ENTREV. 03).

[...] valor patrimonial e valor do mercado [...] Fluxo de caixa descontado, múltiplos de EBITDA, ativos intangíveis. (ENTREV. 04).

O principal, o EBITDA [...] Próprio fluxo da empresa, o capital da empresa, condição de aumento desse próprio capital. (ENTREV. 05).

Especificamente sobre a utilização do “EBITDA”, do “EVA” ou do “EVA descontado”, os entrevistados confirmaram seu emprego e a importância dos indicadores no processo de precificação, segundo os entrevistados. As metodologias, quando aceitas internamente, podem ser entendidas como o conjunto de informações coletadas e processadas com o objetivo de ajudar no teste de aceitação de determinada alternativa de investimento e riscos associados. Perez e Famá (2003) atestam que, como o processo de avaliação de empresa é complexo, a qualidade das informações utilizadas é vital para a eficiência do processo.

O emprego de uma metodologia consiste em num modelo matemático usado em determinado momento, o qual referenciará uma estimativa ou valor de uma organização.

Estão sendo utilizados. [...] A gestão é feita em cima disso. WACC [...] é utilizado principalmente no financeiro. que é extremamente importante para a gente. (ENTREV. 01).

Tenho, sim. (ENTREV. 02).

[...] essa parte financeira não é muito minha praia, não! Eu sou mais a área comercial, mas acredito que sim. (ENTREV. 03).

Efetivamente, utilizamos o fluxo de caixa descontado e múltiplos de EBITDA. Somente os dois. (ENTREV. 04).

Foi considerado na valoração. [...] O EBITDA como um processo decisor [...]. (ENTREV. 05).

A estrutura de capital da empresa na época influenciou a precificação e a decisão do valor líquido ajustado. Os entrevistados destacaram como os principais fatores que confirmaram a estrutura de capital das empresas como um dos mais importantes indicadores sua utilização como capital de giro e a possibilidade de baixar o custo médio de capital. A estrutura de capital é um dos principais parâmetros que influenciam diretamente o preço de uma empresa ou de um ativo. Nesse sentido, Famá e Grava (2000) consideram que as teorias de estrutura de capital se encontram ancoradas em modelos microeconômicos cujas restrições são permeadas pelo comportamento dos agentes econômicos e por suas decisões no mercado.

Ao determinar as fontes que financiam os investimentos, os custos de cada uma interferem no valor líquido ajustado, pois se considera a média dos custos das fontes em determinado momento. O custo do capital atua como um forte elo entre as decisões de investimento e a riqueza esperada pelos assumidores de risco. Futema *et al.* (2009) consideram a aplicação dos investimentos em diversas modalidades, no sentido de se obter uma ótima estrutura de capital, a partir da combinação de autofinanciamento, capital de terceiros e capital próprio, agrupados e utilizados como variáveis dependentes, em função da configuração do mercado.

É usado no processo decisório de um investimento para determinar se aumentará ou diminuirá o valor esperado, pois vai ser a referência para descontar os fluxos de caixa futuros e avaliar toda riqueza gerada para pagar os desembolsos referentes aos investimentos propostos. A ponderação de cada fonte de recursos pela sua estrutura de capital atual refletirá o custo médio ponderado. Ou seja, quanto maior a estrutura de capital de custo mais caro, maior a taxa de desconto e, portanto, menor o valor gerado.

Sim, influenciou muito (ENTREV. 01).

Com certeza. [...] depois com a entrada do capital e também de alguns processos que a gente criou dentro da empresa [...] o custo médio de capital abaixou. Aí se pode contar que isso influenciou diretamente. (ENTREV. 02).

Sim. [...] as metas já estavam sendo atingidas. Isso também ajudou bastante. [...] Era mais uma injeção de capital para adquirir novos produtos, atender o mercado. [...] a gente realmente necessitava de uma injeção de capital, sem trazer medo para a empresa [...]. (ENTREV. 03).

Sim, devido à questão do risco, porque está influenciando no fluxo de caixa na hora de descontar. [...] se tiver o custo e dentro desse custo do capital, se tiver o custo alto, nós temos um risco mais alto. [...] Como a gente trabalha com importação e, geralmente, na questão de importação, já temos de pagar praticamente tudo à vista [...] existe uma necessidade de capital de giro maior, que é sempre crescente. Muitas vezes isso vai até influenciando até na captação [...] do recurso. (ENTREV. 04).

Acredito que sim. [...] interferiu porque tinha um capital próprio, além do capital que é líquido [...] preciso de capital de terceiros para suprir a minha demanda de importação, que é muita. A gente teve um aumento muito grande na condição da importação. Então, eu busquei capital de terceiros para suprir as demandas de importação. [...] a maioria dos processos trabalho com pagamento antecipado. Então, preciso adiantar até que tenha produto aqui, para trazer dinheiro através desse produto [...] então, tive que realmente ir para o mercado trazer esse dinheiro. Lógico que foi feito todo um estudo para trazer esse dinheiro a um custo muito mais baixo, mas houve bastante uso de terceiros. [...] a maioria é de curto prazo, porque os bancos não dão muito espaço [...] Ele é mais caro. (ENTREV. 05).

Os dados obtidos por meio das entrevistas relacionados aos mais importantes elementos de valoração para precificação dos ativos da empresa investigada demonstraram cabalmente a importância de estabelecer os valores dos ativos em função dos preços negociados no mercado, em termos de valor líquido. Nesta perspectiva, a estrutura de capital se destacou como um dos mais importantes parâmetros para a formação do preço da empresa investigada.

Outro ponto importante foi ter o exato conhecimento dos instrumentos de valoração como um eixo norteador do processo de precificação da empresa pesquisada. Por conseguinte, a aceitação das metodologias adotadas nesse processo perpassou por um conjunto de dados confiáveis coletados durante as etapas de realização dos processos, o que possibilitou estabelecer uma alternativa confiável de investimentos e riscos.

5.2 Critérios de valoração em relação à circunstância empresarial

Em relação aos critérios de valoração, levantou-se, inicialmente, a importância da informação durante todo o processo e sua transparência em relação à possibilidade de disponibilizar todos os dados para o investidor relacionados à empresa. Para Luciano (2000), o indivíduo, durante o processo de tomada de decisão, relaciona as possíveis alternativas, identificando-as em função da sua importância e consequência, selecionando todas as informações necessárias, no sentido de tomar a decisão correta. Nesse processo, esse posicionamento foi vital para garantir total esclarecimento e comprovação da saúde financeira da empresa, por meio de um detalhamento “minucioso”, no sentido de dirimir quaisquer dúvidas de ordem fiscal ou financeira, agilizando o processo negocial e não criando expectativas que não refletiam a realidade.

O processo de valoração requer informações consistentes e validadas para a concretização do processo de compra e/ou venda, principalmente pela importância na gestão de resultados. Para a MundiServiços (2008, p. 5), esse processo consiste em um conjunto de ações adotadas cuja finalidade é avaliar e comparar os requisitos previamente estabelecidos com as soluções apresentadas não apenas na obtenção de lucros, mas também na transparência com os acionistas e a sociedade. Na consideração de que o futuro se assemelha cada vez menos com o passado, ter critérios na escrituração e apuração das informações é fator primordial para um processo decisório de compra e/ou venda de empresa. As partes interessadas pela decisão na valoração demandam a elaboração e interpretação de medidas importantes, independente da abordagem de avaliação de uma empresa.

As informações foram todas fornecidas para o investidor e, aliás, tinha até informação muito maior do que precisava [...] Pegou todas as informações possíveis, foram fornecidas para o investidor. [...] Transparente e a gente colocou tudo na mesa e foi negociado e acordado dentro do que foi proposto. (ENTREV. 01).

[...] não acompanhei a fase preliminar. [...] acredito que não tenha tido uma falta de informação [...] na pós-venda, a gente tem a contabilidade da empresa, porém eles possuem todas as informações internas contábeis, que acabou facilitando também o nosso acompanhamento [...] a gente está falando de uma empresa que tem 25 anos de mercado e que o investidor e quem vendeu a parte são amigos há muito tempo, se conhecem há muito tempo no mercado. (ENTREV. 02).

[... todas as informações solicitadas, vocês tinham prontamente para poder apresentar?] Sim. (ENTREV. 03).

[...] empresa tinha documentação [...] As informações foram solicitadas [...] estavam todas disponíveis. [...] Tudo comprado com nota, pedido com nota. (ENTREV. 04).

[...] não participei diretamente da precificação, mas acredito não ter havido falta de informação, porque foi um processo muito minucioso, foi um processo muito bem trabalhado, muito bem tratado. (ENTREV. 05).

Entre os diversos elementos que compõem os ativos intangíveis de uma organização, os entrevistados consideram sua representatividade na composição da valoração da empresa pesquisada. De acordo com Hendriksen e Van Breda (2007), os ativos intangíveis são entendidos a partir do momento em que preencherem os requisitos de reconhecimento de qualquer ativo, atendendo às condições de serem mensuráveis, relevantes e precisos.

Os elementos “propriedade intelectual”, “pesquisa e desenvolvimento” e “valor social para a organização” se destacaram pela enorme variedade na avaliação, alcançando desde valores baixos (“2”), até ótimos (“5”), denotando visões diferenciadas por parte dos respondentes quanto à sua importância para a organização. Em relação aos elementos com elevada valorização, destacaram “valor da marca”, “capital humano” e “capital de cliente”, sendo indicativos importantes a reputação e o prestígio da empresa no mercado, assim como os profissionais envolvidos com a organização, como um fator preponderante na valorização da empresa. Diversos ativos intangíveis são alvo de estudos acadêmicos pela sua importância na valoração de empresas.

É importante destacar que no Brasil a inclusão de ativos dessa natureza passou a ser registrado no Balanço Patrimonial de empresas, a partir da Lei 11.638/2007, que tornou compulsória a inclusão do grupo Intangível no Ativo Não Circulante. Posteriormente, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis⁵ (CPC 04), alterado pelo CPC 04 (R1) por intermédio de sua coordenadoria técnica, com base na *International Accounting Standard* (IAS 38), estabeleceu critérios para a escrituração desses ativos no Balanço exigindo a divulgação de notas explicativas nas demonstrações contábeis. Entre os estudos acadêmicos destacam-se aqueles relativos ao valor da marca de uma empresa, pois representam uma forma de gerar valor agregado no preço.

⁵ Disponível em: < <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-mitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?id=35>>. Acesso em: 14 jul. 2014.

Tabela 1 - Ativos intangíveis da organização

Itens	ENTREV. 01	ENTREV. 02	ENTREV. 03	ENTREV. 04	ENTREV. 05
Capital humano	5	4	4	5	4
Capital de cliente	4	4	4	5	5
Propriedade intelectual	--	5	2	4	3
Conhecimento tácito	5	3	4	5	3
Ativos intelectuais	--	4	3	4	3
Pesquisa e desenvolvimento	--	--	2	4	4
Capital estrutural	3	4	4	5	4
Inovação	4	5	4	3	3
Conhecimento codificado	--	4	4	4	3
Tecnologia da informação	5	3	4	4	4
Valor da marca	5	5	5	5	5
Valor social da organização	4	2	4	3	5
Perspectivas da consolidação	5	4	3,5	4	5
Aprimoramento proc. Positivos	5	3	5	5	5

Fonte: Base de dados da pesquisa, 2014.

O capital intelectual foi tratado especificamente pelo pesquisador, considerando sua importância no processo de valoração, sendo destacado pelos entrevistados o valor da marca, uma vez que a empresa é respeitada e construiu uma imagem sólida, possuindo 25 anos de mercado. O *know how* também foi mencionado, uma vez que o “capital humano” mereceu destaque ainda maior, numa visão correta de que o ativo intangível mais importante numa organização é a mão de obra qualificada. Num mesmo patamar, consideraram o “capital do cliente”, isto é, a relação comercial empresa-cliente, como fundamental à manutenção e à sobrevivência da empresa em num mercado cada vez mais acirrado e competitivo, bem como imprescindível para a continuidade das atividades empresariais.

Outros ativos intangíveis também foram referenciados especificamente como significativos: “perspectivas de consolidação”, “potencial de aprimoramento”, “conhecimento tácito”, “capital estrutural”, “perspectiva de consolidação” e “valor social da organização”. Num processo de decisão de preço de uma empresa os ativos permanentes podem não representar em sua totalidade o valor de mercado. Neste caso, a diferença pode estar na influência dos ativos intangíveis, por exemplo, marca, qualificação de mão de obra e carteira de clientes.

Quase que todos foram considerados. [...] O valor da marca, o pessoal, o conhecimento, consolidação de mercado, principalmente. É o conhecimento do mercado foi extremamente importante. [...] O capital humano, principalmente, porque é uma equipe que já conhece o mercado. Então facilitou para o investidor. (ENTREV. 01).

[...] levado em conta o capital humano dentro da empresa, [...] o capital do cliente foi levado em consideração. O valor da marca, com certeza. [...]

perspectivas de consolidação também. [...] o potencial de aprimoramento de alguns processos internos da empresa também foram levados em conta. (ENTREV. 02).

[...] O capital de cliente, conhecimento tácito, valor da marca e aprimoramento dos processos produtivos. (ENTREV. 03).

[...] capital do cliente. Essa empresa lá é muito importante. Trabalha com muito contato com hospitais, coisa pública [...] conhecimento tácito também, porque principalmente a parte lá da equipe de vendas. Tem que conhecer bastante de produto, de como funciona esse processo. Capital estrutural, por causa do risco do negócio e o valor da marca. (ENTREV. 04).

[...] capital de cliente é o maior patrimônio da empresa [...] Perspectiva de consolidação [...] valor social da organização, que já conhecida. Empresa já de bastante tempo já no mercado, consolidada no mercado. (ENTREV. 05).

Em relação ao fato de o capital intangível ter afetado diretamente a valoração, houve contradições por parte dos entrevistados ENTREV. 01 relativizou a sua importância e o ENTREV. 04 desconsiderou. Os demais foram categóricos em afirmar a interferência positiva durante o processo. Essas visões diferenciadas refletiram os posicionamentos organizacionais e o “tempo de casa”, assim como a participação total e/ou parcial em todo o processo de valoração, desencadeando a partir daí impressões equidistantes entre si. É fundamental destacar que a maioria dos entrevistados respondeu de forma assertiva sobre a importância do capital intangível na composição do preço da empresa investigada. Com a crescente diversificação no mercado, a parcela de ativos intangíveis atribui grande peso no valor de uma organização, pois está atrelada à geração de renda e riqueza.

[...] não diria que afetou assim, na negociação. [...] que eu me lembre, não [...] O peso não foi representativo. (ENTREV. 01).

Com certeza afeta, sem dúvida. [...] acho que se a gente for olhar [...] o valor da marca, talvez sim. (ENTREV. 02).

[Todos atenderam perfeitamente?] Atenderam. (ENTREV. 03).

Não. [Não afetou?] Não afetou. (ENTREV. 04).

[...] os mais importantes foram considerados. (ENTREV. 05).

Outra questão levantada na pesquisa se relaciona à estrutura de capital, refletindo, de alguma forma, o risco do investimento. Nesses termos, Cotei e Farhat (2009) e Goncalves (2009) consideram que não existe consenso sobre a relação entre a estrutura de capital e o risco, uma vez que o comportamento dos gestores varia de acordo com as incertezas do mercado.

Segundo os entrevistados, a possibilidade de riscos foi levada em conta no processo de valoração da empresa, com o conhecimento do sócio investidor e não houve comprometimento. Pelo contrário, “agregou” confiança e reforçou a “credibilidade” na empresa. A partir daí, o processo transcorreu dentro da normalidade e sem intercorrências.

O custo de capital representa a taxa mínima de atratividade de determinado investimento. Depende da estrutura de financiamento atual, pois, dependendo do volume de recursos que possuem custo elevado, essa taxa pode comprometer a avaliação de uma empresa. Quanto maior a taxa, maior o retorno exigido e, portanto, mais arriscado poderá ser para quem aporta capital e maior impacto no processo decisório na valoração de empresa.

Sim, plenamente. Na realidade, isso foi colocado na mesa, os riscos, mas a credibilidade no projeto que a gente fez juntos é que superou [...] Pelo nome da empresa também, isso pesou, e pelo mercado que a gente atinge. [...] teve os projetos futuros e, como a gente já viu, o conhecimento e a projeção de conhecimento que a gente fez também influenciou muito. [...] a gente estava fazendo, ia de encontro no que ele [investidor] pretendia fazer, e ele viu nisso uma oportunidade muito grande da gente criar um grupo e que pudesse ter um efeito sinérgico grande. (ENTREV. 01).

Com certeza. [...] Sem dúvida, querendo ou não, é o próprio dinheiro dele [investidor], capital próprio dele virando de terceiro, [...] de empresa. (ENTREV. 02).

[...] não comprometeu, não; veio agregar. O novo sócio tinha um conhecimento grande da área, e isso veio valorizar mais a empresa. [...] Inclusive, nós estamos fazendo parte do grupo, que esse sócio trouxe para a gente. (ENTREV. 03).

Isso eleva o risco. (ENTREV. 04).

Acredito que sim [...] o risco da empresa para investir é o capital alto, quanto mais alto. Isso custa caro. Então, o que acontece? Você vai analisar uma empresa, você tem que ver quanto de capital próprio ela tem, quanto que ela está dependente do capital de terceiros. (ENTREV. 05).

Em relação ao fato de a evolução patrimonial possibilitar a alavancagem da empresa pesquisada e de ter peso no processo decisório, os respondentes confirmaram essa possibilidade, alegando que isso o custo médio ponderado de capital. Para Martinez (1999), esse processo proporciona valorizar o conjunto de bens relacionados ao ativo e ao passivo em termos de valor de mercado, utilizando-se valores de entrada ou saída em função da natureza do bem patrimonial e de suas especificidades.

Um crescimento forte de vendas pode provocar grande dependência de capital de terceiros, uma vez que terá que comprar mais e gerar mais contas a pagar. Este quadro se agrava quando os recebimentos são mais lentos. A necessidade de capital de giro se agrava, elevando o risco operacional. De outro lado, para atender ao orçamento previsto para o ano dentro das expectativas geradas pelo setor médico-hospitalar, a evidência de buscar parceiros para suportar a demanda é evidente. Tal fato que levou a empresa a se juntar a um investidor. Além da profissionalização da gestão, a injeção de capital ajudou a garantir sua necessidade de capital de giro.

Sim. [...] afetou diretamente o custo de capital próprio, o custo de capital ponderado da empresa] Afetou, com certeza. (ENTREV. 01).

Inclusive, essa empresa [...] teve um crescimento um pouco fora da curva normal [...] cresceu quatro ou cinco vezes mais em muito pouco tempo. Então, isso, sem dúvida, foi levado em consideração. Inclusive, o orçamento que foi pensado em 2014 foi pensado nesse crescimento forte e alto que a empresa estava tendo. Então, pensando no potencial que a empresa e o investidor, sem dúvida, levou em conta. (ENTREV. 02).

[...] ocorreu a necessidade de uma injeção de numerário, justamente para a gente poder atender melhor o mercado, [...] Esse sócio investidor trouxe mais empresas para a gente participar, mais produtos para a venda também. Além da injeção de verba [...] trouxe mais produtos para a gente vender, para a empresa comercializar. [...] a gente precisava adquirir mais produtos, aumentar o estoque, começar a atender mais. Inclusive, foram oferecidos outros estados. (ENTREV. 03).

Sim [...] oportunidade do sócio investidor, o que ele está vinculando, esse negócio, com as outras empresas dele. E, com isso, nós poderíamos estar alavancando a empresa. Isso que ele já tem todo um grupo formado [...] Investe nessa área médico-hospitalar. (ENTREV. 04).

Sim, para o crescimento patrimonial da empresa, ela tinha que trazer mais investimento, trazer mais dinheiro, para que ela pudesse suprir uma maior faixa de mercado ou, uma nova faixa de mercado, que era do interesse. Então, levou, sim. (ENTREV. 05).

Em relação à valoração da empresa com base nos múltiplos de EBITDA, durante o processo decisório os entrevistados foram unânimes em afirmar sua utilização como elemento fundamental à tomada de decisão durante a negociação e a composição do preço da empresa investigada. A literatura apresenta uma diversidade de metodologias de valoração de empresas, sendo algumas de grande complexidade quanto a sua fórmula de cálculo. Para Rezzieri, Schnorremberger e Reina (2012), a utilização deles permite aos investidores mensurarem a eficiência e a produtividade de uma organização e definirem os resultados das empresas de capital aberto, analisando os balanços contábeis.

O EBITDA sugere vantagens no processo decisório, uma vez que sua apuração está nos demonstrativos contábeis e financeiros de uma empresa, sem ter a necessidade de grande dificuldade para apurá-lo. Trata-se de uma referência de valor na decisão de valor de uma empresa.

Foi, foi considerado. [O investidor então questionou muito a questão do EBITDA?] Isso foi questionado. Ele, inclusive, baseou a valoração em cima de [...] múltiplos de EBITDA. Se não me engano, foram cinco vezes o valor do EBITDA. (ENTREV. 01).

A valoração com base nos múltiplos do EBITDA? Com certeza, com certeza. Inclusive, a baixa negocial foi a metodologia utilizada para poder valorizar a empresa. (ENTREV. 02).

Sim, [...] foi considerado. [Você não tem conhecimento dos múltiplos de EBITDA?] Não, não. [Mas sabe que foi usado?] Sim. Sei do que se trata e sei que foi usado. (ENTREV. 03).

Sim. Foi um processo decisório. [...] Nós tivemos fluxo de caixa descontado como uma informação para os sócios proprietários, para não ir para esses processos sem base alguma. Mas o fator que foi decisor foi de EBITDA. Múltiplos de EBITDA. (ENTREV. 04).

Foi, sim. (ENTREV. 05).

Na sequência, investigou se a valoração da empresa com base em múltiplos de EBITDA. Foi a mais correta e refletiu adequadamente o valor de uma organização. Apesar de a maioria concordar com esse posicionamento, dois entrevistados relativizaram sua importância no processo de valoração, destacando a necessidade de considerar também as despesas financeiras e a posição do estoque como elementos-chave e que precisavam ser levados em consideração. A importância de se valorar uma empresa está no fato de se achar um preço justo dentro do processo decisório. Pretende-se não desconsiderar sua capacidade de gerar recursos, suas potencialidades mercadológicas e as interferências das variáveis econômicas. O EBITDA, por ser uma medida contábil-financeira, promove a análise da capacidade operacional de uma empresa e, pela sua simplicidade de apuração, é adotado como indicador de referência em processos de valoração de empresas.

[...] na realidade se você está com o EBITDA bom, é evidente que isso vai influenciar na compra da empresa. [...] hoje quase todo mundo fala de EBITDA quando vai comprar ou valorizar uma empresa. [...] Pode até não refletir, porque nem sempre o valor que você acha da sua empresa é o valor que vai encontrar como um valor contábil. É por isso que tem que ter um marco, e esse marco acredito que seja o EBITDA. (ENTREV. 01).

Acredito que esse método é muito bem colocado, porque o EBITDA, querendo ou não, é o que a empresa tinha operacionalmente, o negócio dela [...] acredito que é uma forma muito boa de se valorizar uma empresa

e, pensando assim, nesse nosso caso, foi uma boa metodologia utilizada. (ENTREV. 02).

De certa parte, sim. Esse fator do EBITDA [...] mas ele não leva em consideração, como as outras questões, como a despesa financeira, estoque. Seria mais interessante trabalhar com fluxo de caixa descontado. [...] essa posição de investimento em estoque, nessa questão do EBITDA, a gente não mede o peso financeiro disso. De recurso, se for o caso também. EBITDA é um grupo operacional [...] Então, isso tem uma ligação direta com a variação do estoque?] Sim. (ENTREV. 03).

[Me parece que ela tem que atender, cotas de compras, dessa influência estrangeira?] Sim, precisa atender cotas de compra quando tem uma demanda de capital alta [Então, essa variação de estoque, em função dessas importações, pode influenciar negativamente o valor do EBITDA?] Sim. (ENTREV. 04).

Refletiu, refletiu, sim. [...] de maneira a fazer parte mesmo do processo, né, ser um item importante no processo. (ENTREV. 05).

Questionou-se se esses elementos trouxeram complexidade em função do risco associado ao preço. Os respondentes afirmaram positivamente a esse questionamento, inclusive, destacando a complexidade e a extensão em termos de detalhamento, mas, de outro lado, o consideraram o “mais confiável”, proporcionando maior segurança nos resultados obtidos. O fluxo de caixa descontado é mais complexo na avaliação de valor de empresas, apesar de ser considerado em larga escala em processos de valoração. Porém, sua complexidade está na projeção do futuro da empresa. Uma vez que o futuro é incerto, este representa risco. Outra forma está no grau de alavancagem, pois pode elevar o custo médio dos recursos que financiam os investimentos. Como essa taxa representa o custo de oportunidade da operação, mais atenção e detalhamento do estudo serão necessários e, portanto, mais complexa será a avaliação.

Sim. (ENTREV. 01).

[...] é complexo que você está colocando. Não estou pensando como mais, como mais difícil. Talvez o método seja até mais fácil. Talvez o fluxo de caixa descontado seja até o método mais difícil. Talvez leve em consideração esses riscos (ENTREV. 02).

Sim (ENTREV. 04).

Porque demanda um cálculo muito grande, um estudo muito grande, um levantamento de projeção [...] Mas é o mais confiável, talvez. (ENTREV. 05).

Em relação aos critérios de valoração adotados, foram questionados se outros fatores foram ou deveriam ser considerados no processo de avaliação além dos ativos patrimoniais. De forma contraditória, dois respondentes desconsideraram outros fatores além dos ativos patrimoniais, assim como dois acrescentaram a valor

da marca, amizade entre os sócios, capilaridade, capacidade de venda, o comercial da empresa e o *goodwill*, como também elementos preponderantes.

[...] além disso, foram levados em conta as questões tangíveis: empresa há mais de vinte e cinco anos no mercado, amizade entre as duas partes, capilaridade, capacidade de venda, comercial da empresa que é imensa, [...] ela é uma peça chave nessa nova estrutura. (ENTREV. 02).

Não, acho que tudo foi considerado. O que foi feito foi considerado. Todos os itens que eram necessários para avaliação. Não acredito que tenha faltado nada. (ENTREV. 03).

Sim [...] o valor da marca, o valor patrimonial, [...] o goodwill, que o pessoal utiliza, [...] deveria ser levado em consideração. Isso pesou muito. A empresa, por estar vinte e cinco anos no mercado, tem uma credibilidade muito grande perante os seus clientes. (ENTREV. 04).

[...] os ativos patrimoniais embarcam praticamente tudo que deve ser considerado numa avaliação de uma empresa. [...] acho que foi considerado praticamente os ativos patrimoniais. (ENTREV. 05).

Sinteticamente, foi constatada a importância da informação durante o processo de valoração da empresa, de forma transparente, o que possibilitou subsidiar o sócio investidor de todos os dados necessários que possibilitassem comprovar a saúde financeira da organização, com o intuito de diminuir o risco do investimento por parte do sócio investidor.

É importante destacar os principais elementos relacionados aos ativos intangíveis como os mais representativos para os entrevistados, assim como aqueles que oscilaram em suas avaliações, chamando a atenção de forma positiva para o capital humano, o capital do cliente, a reputação e o prestígio da empresa no mercado. Esses indicadores refletiram a visão holística empreendedora representativa dos mais modernos princípios da atual gestão organizacional – investimento e valorização do seu funcionário – e uma imagem consolidada da organização perante seu público externo.

5.3 Processo desenvolvido na venda da empresa e as lições aprendidas

Em relação às lições aprendidas no processo de venda da empresa, levantou-se, inicialmente, se sua precificação ocorreu dentro do esperado. Nesses termos, os respondentes consideraram ter atendido às expectativas dos envolvidos, sócios proprietários e sócio investidor, considerando, inclusive, perspectivas futuras de crescimento, otimização de custos, agregação de capital humano e

complementaridade de produtos no portfólio de vendas. Um processo de valoração requer confiabilidade e transparência. A figura de um investidor pode ser percebida por intermédio de um sócio capitalista ou de um investidor de risco. Apesar de não existir um conceito padronizado a respeito, a escolha de uma destas pessoas afetará diretamente os resultados da empresa.

O sócio capitalista procura retorno mais no longo prazo e pode desembolsar dinheiro à medida que a organização for precisando de recursos para financiar suas operações. Enxerga o potencial da empresa e participa ativamente da forma de condução dos negócios, opinando e orientando os agentes envolvidos diretamente na gestão. Já o investidor de risco procura, por meio de seu aporte de dinheiro, um retorno maior e mais rápido. Preocupa-se com a maior valorização da empresa. Esta escolha foi muita assertiva na escolha do investidor na empresa pesquisada. O sócio capitalista participa das decisões e aconselha procedimentos e oportunidades para assegurar o potencial de crescimento da organização.

Foi muito bem precificada. Atendeu às expectativas e à negociação. (ENTREV. 01)

Sim, sem dúvida, principalmente porque a empresa adquirida possui grande potencial e o valor pago foi refletido [...] pensando no potencial, no que foi pago. Com certeza, foi bem classificada [...] eles sentiram confortáveis, tanto o investidor quanto o presidente da empresa que foi adquirida [...] com a aquisição, a gente poderia trabalhar muito as energias, como redução de custo de capital humano, potenciais de venda. (ENTREV. 02).

Sim, porque foram avaliados o tempo de empresa, o cadastro de cliente, fluxo de caixa, a confiabilidade dos produtos que a gente sempre trabalhou e pelo conceito que a gente tem no mercado. A gente é bem conceituado. (ENTREV. 03).

Sim, em minha opinião a empresa foi bem precificada, visto que o negócio foi concretizado [...] a contrapartida, com a negociação do investidor, os argumentos foram bem alicerçados. (ENTREV. 04).

Acredito que sim. Pela condição de mercado, é, por tudo que ela ofereceu, acredito que sim. Foi bem precificada. [...] o valor poderia ser maior, mas a gente tem que ver as condições de mercado. Para o que a gente se propôs, ela atendeu, sim e foi bem precificada. (ENTREV. 05).

Por conseguinte, foi questionado se a proposta recebida do investidor consolidou adequadamente aquilo que o balanço e a situação financeira da empresa refletiam. Os respondentes foram unânimes em afirmar positivamente, inclusive, demonstrando de forma cabal o ganho operacional para a empresa – “Ajudou a alavancar algumas vendas” –, permitindo estabelecer um “equilíbrio financeiro”.

Sim, do balanço, sim. (ENTREV. 01).

Sim, porque até a quantia recebida dessa empresa adquirida ajudou a alavancar algumas vendas. Alavancou também o estado operacional da empresa, [...] comparado com o que foi recebido, foi adequado, sim. Se consolidar foi de forma adequada, sim. (ENTREV. 02).

Sim, pelo resultado do ano passado [...] tivemos excelentes resultados ano passado. [Isso influenciou de forma direta na avaliação?] Sim. (ENTREV. 03).

Sim, demonstrou porque permitiu ajudar quanto à prestação de valores. (ENTREV. 04).

Sim. [Foi de acordo com o desempenho financeiro da empresa?] Foi. A empresa, ela equilibrou isso, né? Através dos acordos. (ENTREV. 05).

Outra questão importante tratada diz respeito ao modo como foi conduzido o processo de avaliação da empresa investigada desde a sua fase de maturação da ideia de venda à fase final. Inicialmente, houve a necessidade de aporte financeiro por parte da empresa para alavancar seu crescimento. Por outro lado, o investidor tinha interesse em participar dessa sociedade. Ou seja, os interesses se ajustaram. Por conseguinte, o processo foi bem detalhado e transparente, cumprindo as etapas de valoração e deixando tanto os sócios da empresa quanto o investidor, seguros quanto à realização do negócio. Outro fator importante foi a percepção da sinergia entre as empresas, visto que passaram a comercializar mais produtos, aumentando a carteira de clientes, como também criando um grupo forte na área médico-hospitalar.

[...] a ideia nasceu porque, para crescer, precisávamos de um investidor. [...] contratamos uma empresa que fizesse essa valorização [...] pegamos todos os detalhes, todos os indicadores. Uma pessoa que entende disso começou a fazer os indicadores e, pelos indicadores, fazer a valorização da empresa. Teve aceitação. Apesar de que teve a parte da outra empresa, teve a nossa parte, e foi feito um consenso e definido os valores. [Então, foi um processo de *due diligence*?] Exatamente. (ENTREV. 01).

[...] em princípio, foi uma conversa entre amigos. O presidente da empresa foi adquirir do investidor, que já se conheciam há algum tempo e estava adquirindo algumas empresas já nessa área hospitalar. [...] ele achou que essa empresa [...] agregaria bastante às outras empresas que estavam sendo adquiridas, poderíamos montar uma comercializadora, onde uma empresa vendendo o produto dela poderia vender de todas as outras empresas. [...] primeiro foi esse interesse. Como eles já eram amigos [...] ficaram conversando durante uns seis meses, sete meses sobre isso, até o momento que a empresa cresceu muito, precisava de um capital para se alavancar, e aí, nessa negociação, fecharam. (ENTREV. 02).

Esse processo foi tranquilo, mesmo porque o novo sócio já tinha um relacionamento de amizade, com meu sócio, que é meu irmão. Negócio muito bem tratado, tranquilo [...] Teve divergências de valores porque quem está comprando tem uma ideia e quem está vendendo tem outra. Isso foi ajustado. Nós tivemos uma pessoa que mediou isso, e foi ajustado e resolvido, sem problema. (ENTREV. 03).

Nesse caso aqui, a gente não considera [...] Questão de custo de capital, despesas financeiras. Essa própria questão do estoque, nós acabamos de discutir agora. Então, ela é um pouco mais complexa, sim. (ENTREV. 04).

De uma forma muito tranquila, buscando bastante informação. Tudo foi avaliado [...] estudado, feito de forma a que tanto a empresa tivesse a sua valorização como ela desejava quanto o investidor pudesse perceber isso. O valor da empresa [...] o processo foi muito claro, com uma gama muito grande de informações abertas para o investidor analisar tudo que ele precisasse, e tudo mais. (ENTREV. 05).

Com relação à motivação relacionada ao processo de valoração, os entrevistados afirmaram o crescimento da empresa, inclusive se agrupando a outras do sócio investidor (*holding*), ampliando o espectro de comercialização e aumentando o capital de giro, importante para cumprir os compromissos financeiros a partir da importação de equipamentos, bem como a profissionalização da equipe e a troca de experiências profissionais com o funcionários das outras empresas da *holding*. O efeito sinérgico entre empresas de uma *holding* na mesma área de concentração ajuda a organização a identificar e buscar mais alternativas comerciais que poderão ajudar em seu desenvolvimento e participação no mercado,

O crescimento [...] é na parte de gestão, na parte de profissionalização. [...] Na realidade, nós iniciamos esse processo. Hoje existe uma *holding* com doze empresas [...] apareceram mais algumas empresas. Inicialmente, começou conosco. Foi o mais demorado, inclusive. [...] o interesse deles é exatamente na comercialização, fazer uma comercializadora comum e, inclusive, trabalhar na área também de locação de produtos [...] serviço [...] investir em assistência técnica. (ENTREV. 01).

Sem dúvida, sem dúvida. (ENTREV. 02).

[...] interesse do sócio investidor em aumentar essa escala na formação do investimento nessa área [...] A parte também dos atuais proprietários da empresa, como eles têm essa dependência de capital de giro crescente, devido essa questão da importação, dessa demanda de quem está cumprindo determinadas quantidades e, também, por causa da questão de gestão [...] se buscou organizar mais a gestão da empresa (ENTREV. 04).

As lições extraídas a partir do processo de valoração da empresa demonstraram que a assertividade em termos de resultados esperados para ambos, tanto os sócios proprietários da empresa como o sócio investidor, trouxeram ganhos significativos como o crescimento, aumento do portfólio de produtos comercializados, aumento do capital de giro e aprimoramento dos processos gerenciais e da qualificação da equipe de funcionários.

Ao término da pesquisa, o autor considerou algumas das lições aprendidas no processo investigado, possibilitando: (i) compreender a importância das metodologias de avaliação e valoração para visualizar o futuro do negócio; (ii)

identificar oportunidades na capacidade de geração de caixa; (iii) o envolvimento intenso dos fundadores e gestores de cada área funcional na coleta dos dados, melhorou consideravelmente na precisão das informações; (iv) compreender como o processo de valoração de uma empresa é extremamente complexo, principalmente quando se compara com metodologias alternativas; (v) o processo de negociação e de decisão da venda de uma empresa é muito desgastante, moroso e difícil; (vi) o comprometimento dos agentes envolvidos e confiança no projeto do começo ao fim.

5.4 Resultados obtidos com base na escolha da métrica e em sua influência no processo decisório

Em relação aos resultados obtidos, os respondentes se manifestaram sobre a situação financeira, após o processo de valoração e comercialização da empresa, havendo unanimidade em relatar os avanços econômicos e de gestão.

Sim, com certeza. Principalmente pensando no potencial de crescimento que ela tinha. (ENTREV. 02).

Sim. (ENTREV. 03).

Sim, atendeu plenamente as duas partes. (ENTREV. 04).

Sim [...] o processo foi muito aberto e com uma gama muito grande de informações, e o investidor para poder, óbvio, ele participou do processo de valoração também. (ENTREV. 05).

Questionou-se os entrevistados se o crescimento durante o processo subestimou ou não a valoração da empresa. Nesses termos, eles foram unânimes em afirmar que não houve subestimação do preço da empresa, mas uma negociação adequada para as duas partes, em que vendedor e comprador cederam em suas pretensões. Inclusive, na etapa final, houve uma queda de crescimento, fator preponderante para o ajuste entre as partes.

[...] na realidade, eu não diria subestimou os valores. [...] não [...] ficou dentro do que havia combinado. Chegou ao consenso [...] sempre quem está vendendo espera mais. Sempre quem está comprando quer comprar por menos. Mas eu acho que nós chegamos a um termo, a um bom termo. (ENTREV. 01).

Eu acho que foi adequado. (ENTREV. 02).

[...] no último quarto, já estava concluindo as metas. Agora, daí para frente, houve uma mudança no mercado. Então, esse crescimento não apareceu, não [...] houve uma queda de mercado muito grande. Então não dá para medir isso. Ainda não. Esse ano não. (ENTREV. 03).

Não, não. (ENTREV. 04).

Não subestimou, não. Ele está acompanhando. A empresa foi [...] valorizada e está crescendo de acordo com as previsões realizadas. Acho até que a gente vai passar dessas previsões. (ENTREV. 05).

Os respondentes foram questionados sobre as lições extraídas a partir da venda da empresa. Eles destacaram a melhor organização na gestão do negócio e a profissionalização da equipe, com uma percepção bem definida dos problemas estruturais, possibilitando mudanças organizacionais importantes. Outro ponto a ser destacado foi a metodologia empregada, garantidora do sucesso da operação, mesmo sendo o sócio proprietário e o sócio investidor amigos de longa data. Houve também segurança para os funcionários da empresa, no sentido de não causar preocupações que levassem a um temor pela perda do emprego, o que possibilitou tranquilizar a equipe de trabalho. E, finalmente, consideraram importante a mudança para melhor na estrutura administrativa da empresa investigada, devido ao fato de novos procedimentos gerenciais serem implantados, agilizando a gestão da empresa.

[...] ainda está na fase de organização, de profissionalização, fazendo uma série e mudanças. [...] essas mudanças acabam trazendo, gerando alguns problemas. Você começa a enxergar aquilo que achava que estava funcionando muito bem. De repente, passa a não funcionar como você esperava. Então, você acaba fazendo muitas mudanças [...] Mas está indo, está indo bem [...] não imaginava que o processo dessa natureza, fosse tão complexo igual me pareceu ser. [...] Apesar de ter sido muito cansativo, mas valeu a pena. (ENTREV. 01).

[...] mesmo que tenham amizades entre as partes, acho que o processo, ele tem que ser feito de forma bem metológica. [...] Da compra, acho que é muito importante passar isso para dentro da empresa, como que foi, por que foi, quais foram as percepções, mas, principalmente, criar uma metodologia [...] de avaliação e de cumprimento. [...] como uma empresa familiar, tomaram um pouco de susto, [...] e de repente teve que se adequar [...] de forma rápida a uma empresa que cobra resultados, que é movida a resultados, que tem indicadores, que tem metas, que não tem questões de família no meio [...] uma lição que tenha ficado é a questão de se preparar um pouco melhor para essa mudança, preparar os funcionários [...] alguns funcionários ficaram um pouco assustados com essa nossa entrada, talvez com medo de perder o cargo, de perder o emprego. Também, para a gente poder aplicar tudo que estava lá dentro, foi um pouco difícil, porque ninguém nunca tinha ouvido falar em indicadores, em coordenação curativa. (ENTREV. 02).

[...] ano passado, a empresa cresceu de 2012 para 2013. Ela cresceu bastante, cresceu quase 180% em vendas. [...] a função principal, assistência técnica, continuou da mesma forma. Não cresceu nem diminuiu. [...] de lá para cá, como aconteceu essa mudança no mercado, para a gente ter essa avaliação de crescimento serviu de algum aprendizado, de aumento de venda. Houve uma organização maior, porque o controle dessa empresa tem nos ajudado muito a melhorar nossa organização. [...] comercialmente, os resultados ainda não apareceram, justamente porque houve essa mudança brusca no mercado. O que aconteceu? Copa do Mundo, eleição, tudo. Não está o que a gente esperava. [...] Nos ajudou a

organizar. Se totalmente organizados nós crescemos o que crescemos, acredito que numa organização vamos crescer muito mais. (ENTREV. 03).

O mais importante que a gente tem observado, primeiramente, é a questão da gestão. Esse grupo de investimento implementou uma gestão bem profissional na empresa, vem implementando isso[...] relatórios contábeis, produtividade, buscando a questão de qualificação da mão de obra. [...] trazendo um crescimento, contribuindo bastante para a evolução da empresa nesse sentido. A gente tem observado que está sendo muito interessante (ENTREV. 04).

[...] a empresa, ela tem que sempre estar mudando, sempre estar buscando novas situações, porque é um mercado que todo dia surge alguma coisa, é um mercado que exige muito, principalmente a área médica. Então, que a empresa, a gente tem que buscar o crescimento [...] alterações estruturais, seja através da forma como a empresa achou, buscando investidor [...] A necessidade que a gente tem de cada funcionário pessoalmente acompanhar esse crescimento junto com a empresa. Novas estruturas foram chegando, novos métodos de trabalho que o investidor traz com ele. Uma estrutura diferenciada não para acobertar a nossa, não, para interagir com a nossa, para acrescentar. Da mesma forma que a gente também acrescenta alguma coisa ao investidor. (ENTREV. 05).

Os resultados advindos desse processo de valoração e comercialização da empresa foram auspiciosos, em sua maioria, tanto para a empresa investigada quanto para o sócio investidor, uma vez que os procedimentos foram transparentes e apoiados em muita informação técnica à cerca da “saúde” econômica. Além disso, o leque de produtos a serem comercializados aumentou a percepção quanto à melhoria substancial das metodologias de gestão e aumento significativo do capital de giro de forma significativa. A opção por buscar sócio investidor também apresenta riscos. O que acontece é que o processo de decisão quanto a sua busca não deve ser realizado de forma desordenada e afobada. As decisões passam por um processo árduo e contínuo de alternativas, compreendendo desde os interessados em participar apenas dos lucros, como também as pessoas que se preocupam com a atual gestão e as oportunidades que o mercado pode oferecer. A escolha foi assertiva na empresa pesquisada, fato este comprovado pelos entrevistados.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa investigou os principais indicadores empregados no processo de valoração de uma empresa, considerou os critérios relacionados à circunstância empresarial durante o processo desenvolvido e analisou os resultados obtidos, com base na escolha da métrica e em sua influência no processo decisório.

O perfil dos respondentes apontou que a maioria dos entrevistados é do sexo masculino, casado, brasileira, mineira e belo-horizontina, com formação superior, experiente na área e com “tempo de casa” na empresa significativo, o que demonstrou segurança por parte do pesquisador ao analisar os dados obtidos.

Em relação aos objetivos específicos estabelecidos, destacaram os principais métodos de valoração da empresa investigada, percebeu-se que seu conhecimento por parte da equipe da empresa foi fundamental para dimensionar seu potencial e sua representatividade perante o mercado e, principalmente, o sócio investidor. De forma detalhada, houve a comprovação da importância do emprego dos indicadores “EBITDA”, “EVA” ou “EVA descontado” no processo de precificação, assim como da utilização de metodologias internas durante o processo de valoração, constituindo-se em importante aspecto facilitador.

Ainda em relação aos indicadores, estrutura de capital foi um dos principais parâmetros que influenciaram a composição do preço final da empresa, no sentido de atuar fortemente entre a decisão de investimentos por parte empresa e a obtenção do lucro por parte do sócio investidor. Isso porque a estrutura de capital possibilitou ponderar as várias fontes de recursos, objetivando dimensionar o custo médio da empresa. Portanto, a pesquisa concluiu de forma inequívoca, que os conhecimentos demonstrados pelos respondentes em relação aos instrumentos de valoração da empresa, foram de vital importância na composição e creditação dos valores obtidos, tanto para o sócio proprietário quanto para o sócio investidor.

Em relação ao outro objetivo específico - principais critérios de valoração - relacionados à circunstância empresarial, um dos mais significativos foi a comprovação de que em todo o processo o nível de informações consistentes disponibilizadas foi transparente e subsidiou o sócio investidor, em sua decisão de

confiar na “saúde financeira” da empresa investigada, não deixando dúvidas de qualquer ordem, seja fiscal e/ou financeira, numa comprovação exata da situação de solidez e de regularidade da organização.

A pesquisa elencou os principais ativos intangíveis, tanto aqueles com grande variedade de avaliação (“propriedade intelectual”, “pesquisa e desenvolvimento” e “valor social a organização”) quanto aqueles quase unânimes na opinião dos respondentes (“valor da marca”, “capital humano” e “capital de cliente”) destacando sua importância no Balanço Patrimonial das empresas como indicador denominado “Grupo Intangível no Ativo Não Circulante”. Dessa forma, o capital intelectual mereceu destaque, sendo considerados positivamente: “valor da marca da empresa”, “*know how*” e “capital humano”. Por conseguinte, os ativos intangíveis foram decisivos e influenciaram diretamente na formulação do valor da empresa, aceitos e reconhecidos pelo sócio investidor.

A estrutura de capital considerou o risco como uma componente do processo de valoração da empresa, assim como o sócio investidor. Ela promoveu a credibilidade e a evolução patrimonial e alavancou e interferiu no custo médio ponderado da empresa. Nesse diapasão, os indicadores relacionados aos múltiplos de EBITDA foram fundamentais na tomada de decisão durante a negociação e composição do preço da empresa, em razão, principalmente, da simplicidade de apuração sua como indicador de referência.

Em relação ao terceiro objetivo específico - avaliar o processo desenvolvido na venda da empresa -, a pesquisa constatou que na negociação, sua precificação foi considerada correta e atendeu às expectativas das partes, promovendo uma nova situação, em que o sócio investidor afetará positivamente nos resultados, desenvolvendo a empresa. Ou ponto importante foi a constatação de que a escolha do sócio investidor foi acertada, uma vez que o mesmo interfere no processo de tomada de decisão na empresa em todos os sentidos, ajudando no desenvolvimento da organização.

Nesses termos, as principais lições extraídas nesse processo foram: melhoria na gestão empresarial; implantação de uma nova metodologia de trabalho, não

havendo receio dos funcionários quanto a um possível desemprego; e melhoria da estrutura organizacional da empresa.

Finalmente, sobre o último objetivo específico – analisar os resultados obtidos, com base na escolha métrica -, constatou-se uma negociação adequada para a empresa e o sócio investidor, não havendo prejuízos para nenhuma das partes envolvidas. Constatou-se também uma melhor gestão organizacional, profissionalização da equipe, percepção de problemas estruturais, o que possibilitou importantes avanços dos processos gerenciais.

Outro ganho significativo foi o aumento de produtos comercializados a partir da entrada do novo sócio, uma melhoria das metodologias de gestão e aumento significativo do capital de giro de forma significativa.

6.1 Limitações da pesquisa

Considerou-se com limitação deste estudo, a não realização de uma pesquisa quantitativa, em que seriam levantadas, de forma detalhada, a situação contábil e a situação financeira da empresa investigada, o que permitiria apurar mais informações acerca das metodologias empregadas, de sua eficácia e das possíveis intercorrências durante todo o processo. Uma vez que o universo de pesquisados seria maior, conseqüentemente, um número maior de dados subsidiaria o pesquisador na compreensão dos objetivos propostos.

6.2 Sugestões para pesquisas futuras

Como sugestão para pesquisas futuras, indica-se que é importante realizar uma pesquisa quantitativa que abordasse a situação contábil e financeira da empresa investigada, no sentido de captar mais informações acerca das metodologias empregadas, de sua eficácia e das possíveis intercorrências durante todo o processo.

Outra sugestão seria realizar uma pesquisa nas empresas anteriores de propriedade do sócio investidor relacionada ao processo de incorporação, no sentido de ser ter uma visão detalhada de outros atores importantes, comparando com as informações prestadas pelos respondentes da empresa investigada.

REFERENCIAS

- ALVES-MAZZOTTI, A. J. e GEWANDSZNAJDER, F. **O método nas ciências naturais e sociais: pesquisa quantitativa e qualitativa**. São Paulo: Thomson, 2004. cap. 6 e 7.
- ANDRADE, E. L. **Introdução à pesquisa operacional: métodos e modelos para análise de decisão**. 2 ed. Rio de Janeiro: LTC, 2000.
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.
- BELLO, A. A. **Introdução à Fenomenologia**. Tradução de Jacinta Turolido Garcia e Miguel Mahfoud. Bauru: EDUSC, 2006.
- BERNARDO, J. R. R. F.; CAMPOS FILHO, L. A. N. Mapeamento da pesquisa acadêmica em fusões e aquisições. Programa de Pós-Graduação em Sistemas de Gestão, EP/TCE/CTC/PROPP/UFF. **Revista Eletrônica Sistemas & Gestão**, n. 5, v. 3, p. 122-135. Disponível em: <www.uff.br/sg/index.php/sg/article/download/V5N3A1/V5N3A1>. Acesso em: 19 jan. 2014.
- BOMFIM, P. R. C. M.; MACEDO, M. A. S.; MARQUES, J. A. V. C. Indicadores financeiros e operacionais para a avaliação de desempenho de empresas do setor de petróleo e gás. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 16, n. 1, p. 112-131, 2013.
- BOUFET, L. S. Modelos de valoração de empresas: estudo de caso em empresa supermercadista. Dissertação, 2006, 134f. Mestrado em Administração do Programa de Pós Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2006. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/8408/000575511.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 21 jan. 2014.
- BREITENBACH, M.; ALVES, T. W.; DIEHL, C. A. Indicadores financeiros aplicados à gestão de instituições de ensino de educação básica. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 21, n. 3, p. 167-203, 2010. Disponível em: <<http://www.uff.br/sg/index.php/sg/article/download/V5N3A1/V5N3A1%E2%80%8E>>. Acesso em 20 jan. 2014.
- BUCHANAN, Leigh; O'CONNELL, Andrew. **Uma breve história da tomada de decisão**. 2006. Disponível em: <aljmartins.hostmach.com.br/ist/dis/sad/material/tomada_decisao.pdf>. Acesso em: 12 jun. 2014.
- CARNEIRO, J.; SILVA, J. F. Medidas contábeis-financeiras como indicadores de desempenho organizacional: análise crítica de sua conceituação e operacionalização. **eGesta - Revista Eletrônica de Gestão de Negócios**. Disponível em: <<http://www.unisantos.br/mestrado/gestao/egesta/artigos/221.pdf>>. Acesso em: 03 jan. 2014.

CASTRO, M. H. R. Interesses das organizações e políticas Sociais. **Revista ANPOCS**, Rio de Janeiro, n. 31, p. 17-45, 1991.

CAVALCANTE JUNIOR, F. S. Psicologia Humanista Experiencial. In: CAVALCANTE JUNIOR, F. S.; SOUSA, A. F. de; FEITOSA, A. (Org.). **Humanismo de funcionamento pleno**: tendência formativa na abordagem centrada na pessoa – ACP. Campinas: Alínea, 2008. p. 21-43.

COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em administração**: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação. Trad. Lucia Simonini. – 2 ed. – Porto Alegre: Bookman, 2005.

COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS – CVM. Instrução CVM nº 527, de 04 de outubro de 2012. **Divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=I&File=\\inst\\inst527.doc>. Acesso em: 23 jan. 2014.

COSTA, J. C. N. F. Avaliação de empresas investidas em fundos de *private equity* e *venture capital* [Distrito Federal]. 2011. 79f. Dissertação (Mestrado), Programa de Pós Graduação do Centro de Estudos em Regulação de Mercados da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e Documentação da Universidade de Brasília.

COTEI, C.; FARHAT, J. The trade-off theory and the pecking order theory: are they mutually exclusive? **North American Journal of Finance and Banking Research**, vol. 3. N. 3, 2009.

DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DAMODARAN, Aswath. **Damodaran on valuation** New York, *John Wiley*, 1994. **Avaliação de investimentos**. São Paulo: Qualitymark Editora, 1997.

DIAZ, F. P. EBITDA- "Uma Visão Crítica". 2002. 33 p. Dissertação de Mestrado. Programa de Pós Graduação da Escola de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas - EAESP/FGV, São Paulo, 2002.

DRUCKER, P. **O líder futuro**. São Paulo: Futura, 2001.

FALCINE, Primo. **Avaliação econômica de empresas técnica e prática**: investimento de risco, remuneração dos investidores, geração de fundos de caixa, contabilidade por atividades e por fluxo de caixa. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

FAMÁ, R.; GRAVA, J. W. Teoria da estrutura de capital – as discussões persistem. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 1, n. 11, jan.- mar. 2000. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/cad-pesq/arquivos/c11-art04.pdf>>. Acesso em: 13 jan. 2013.

FERNANDES, F. A. D.; TEIXEIRA, A.; BAPTISTA, . C. S. Cofins: um estudo empírico dos efeitos da alteração de incidência sobre o lucro de empresas com ações negociadas na Bovespa e seu impacto na arrecadação tributária federal. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 12, n. 35, p. 171-190, 2010.

FERREIRA, D. S. B. Volume de negociação, fatos relevantes e notícias de imprensa econômica no Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 13, n. 3, p. 53-70, 2010.

FLICK, U. **Desenho da pesquisa qualitativa**. Porto Alegre: Artmed, 2009. Coleção Pesquisa Qualitativa, coordenada por Uwe Flick.

FORGHIERI, Y. C. **Psicologia fenomenológica**. Perdizes: Pioneira, 1993.

FRANCO, M. L. P. B. **Análise de conteúdo**. Brasília – DF: Líber Livro, 2008.

FRANÇA, R. B. Avaliação de indicadores de ativos intangíveis: uma proposta metodológica. 187 f. Tese. Programa de Pós Graduação em Engenharia de Produção da Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis, 2004.

FREZATTI, F; AGUIAR. A. B. EBITDA: possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas. **Revista Universo Contábil**, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Regional de Blumenau, v. 3, n. 3, 2007. Disponível em: <<http://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/593>>. Acesso em: 16 jan. 2014.

FREZATTI, Fábio. **Gestão de valor na empresa: uma abordagem abrangente do valuation a partir da contabilidade gerencial**. São Paulo: Atlas, 2003.

FUTEMA, M. S.; CRUZ BASSO, L. F.; KAYO, E. K. Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças**. USP, São Paulo, v. 20, n. 49, p. 44-62 jan./abr. 2009. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rcf/v20n49/04.pdf>>. Acesso em: 17 jan. 2014.

GIBBS, G. **Análise de dados qualitativos**. Porto Alegre: Artmed, 2009.

GIRÃO, L. F. A. P.; MARTINS, V. G.; SILVA, J. D. G.; VENTURA, A. F. A. Reflexos do custo histórico corrigido nos indicadores financeiros: um estudo no sistema de cooperativa de crédito – SICOOB Nordeste no ano de 2010. **Interface - Revista do Centro de Ciências Sociais Aplicadas**, v. 9, n. 1, p. 54-71, 2012.

GODOY, A. S. Refletindo sobre os critérios de qualidade da pesquisa qualitativa. **Gestão & Organização** - Revista eletrônica de gestão organizacional. v. 3, n. 2, mai/ago, 2005. Disponível em: <www.gestaoorg.dca.ufpe.br>. Acesso em: 06 out. 2013.

GONÇALVES, F. L. Determinantes da estrutura de capital: uma análise das empresas cotadas no mercado acionário brasileiro. **3º Simpósio FUCAPE de Produção Científica**. Disponível em: <http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/lima%20-%20determinantes%20da%20estrutura%20de%20capital.pdf>. Acesso em: 21 jan. 2014.

GONÇALVES, C. A.; MEIRELLES, A. M. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 2004.

HENDRIKSEN, E. S; VAN BREDA, M. **Teoria da contabilidade**. 6 ed., São Paulo: Atlas, 2007.

IUDÍCIBUS, S. **Teoria da contabilidade**. 8. Ed. São Paulo: Atlas, 2006.

JAMIL, G. L. Aspectos do ambiente gerencial e seus impactos no uso dos sistemas de inteligência competitiva para processos decisórios. In: **Perspectivas em Ciência da Informação**, v. 6, n. 2, jul./dez., 2001. Disponível em: <<http://www.eci.ufmg.br/pcionline/include/getdoc.php?id=560&article=366&mode=pdf>>. Acessado em: 15 mar. 2014.

KAHNEMAN, D. Maps of Bounded Rationality: a perspective on intuitive judgment and choice. **The Nobel Foundation**, p. 449-489, Dec. 2002. Disponível em: <http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/2002/kahnemannlecture.pdf>. Acesso em: 18 jan. 2014

KAHNEMAN, D. Maps of Bounded Rationality Psychology for Behavioral Economics. **The American Economic Review**, [S.l.], v. 90, n. 5, p. 1449-1475, Dec. 2003.

KAYO, Eduardo Kazuo. **A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas**: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas. 2002. Tese (Doutorado em Administração) – FEA/USP, 2002.

KUHL, M. R. O mercado de capitais reflete no preço das ações o desempenho empresarial medido por indicadores contábeis? 2007, 150f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, Universidade Federal do Paraná, Curitiba/PR, 2007.

LEV, Baruch. **Intangibles**: management and reporting. Washington: Brookings, 2001.

LUCIANO, Edimara Mezzomo. **Mapeamento das variáveis essenciais ao processo decisório nas empresas gaúchas do setor industrial alimentar**. 2000. 125 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2000.

LUDKE, M. e ANDRÉ, M. E. D. A. **Pesquisa em educação: abordagens qualitativas**. São Paulo: EPU, 1986.

LYRA, R. L. C. **Análise Hierárquica dos Indicadores Contábeis sob a Ótica do Desempenho Empresarial**. 2008. 161 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

MALVESSI, O. O EBITDA pode não ser um bom indicador como geração de caixa? É possível gerir com competitividade uma empresa sem integrar as demonstrações financeiras? **Artigo eletrônico da Escola de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas**, São Paulo. Disponível em: <http://cjefgv.webs.com/Publicacoes/EBITDA-Artigo_Comportamento_EBITDA%20versus%20F_Cx%20Oper_Oscar%20Malvessi_abril-2012-FGV.pdf>. Acesso em: 21 jan. 2014.

MARTELANC, R.; TRIZI, J. S.; PACHECO, A. A. S.; PASIN, R. M. Utilização de metodologias de avaliação de empresas: resultados de uma pesquisa no Brasil. (2005) **artigo eletrônico**, disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/8semead/resultado/trabalhosPDF/315.pdf>>. Acesso em: 19 jan. 2014.

MARTINEZ, A. L. Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação dos negócios. Encontro da ANPAD, 23^o. **Anais ...** Foz do Iguaçu, 1999.

MARTINS, Eliseu. Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica. **Caderno de Estudos**, São Paulo, FIECAFI, v. 13, n. 24, p. 28-37, julho/dezembro 2000.

MARTINS, E. *et al.* **Goodwill: uma análise dos conceitos utilizados em trabalhos científicos**. 2010. **Revista de Contabilidade & Finanças**. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772010000100005>. Acesso em: 4 fev. 2014.

MEDEIROS, N. C. D.; ANDRADE, L. P. Modelos de avaliação financeira e criação de valor de empresas brasileiras de capital aberto. VII Convibra Administração – **Congresso Virtual Brasileiro de Administração**, 19 a 21 jan. 2010 – www.convibra.com.br. Artigo Eletrônico, disponível em: <http://www.convibra.com.br/upload/paper/adm/adm_1295.pdf>. Acesso em 21 jan. 2014.

MERTON, R. C; BODIE, Z. **Finanças**. São Paulo: Bookman, 2002.

MINARDI, A. M. A. F.; SANVICENTE, A. Z. Decisão de estrutura de capital em empresas brasileiras. In: ENCONTRO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 33.. 2009, São Paulo. **Anais...** São Paulo: ANAD, 2009. 14 p.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation i nance and the theory of investment. **The American Economic Review**, Nashville, v. 48, n. 3, June 1958.

MORGAN, Gareth. **Imagens da organização**. São Paulo: Atlas, 1996.

MOTTA, Paulo Roberto. **Gestão contemporânea: a ciência e a arte de ser dirigente**. 10. ed. Rio de Janeiro: Record, 1999.

MULLER, A. N.; TELÓ, A. R. Modelos de avaliação de empresas. **Revista FAE**, Curitiba, v. 6, n. 2, p. 97-112, maio/dez. 2003. Disponível em: <<http://avaliacaodeempresa.com.br/adm/uploads/56pdfavaliacao-empresas.pdf>>. Acesso em: 20 jan. 2014.

MUNDISERVIÇOS. **Modelos e processo de avaliação: guia de boas práticas**. Versão 0, set. 2008. 37 p. Disponível em: <http://www.arap.cv/index.php/decisooes/doc_download/42-guia-de-boas-praticas-processo-e-modelos-de-avaliacao>. Acesso em: 20 jan. 2014.

NASCIMENTO, F. P. **Uma proposta metodológica para implantação de um ERP orientada à gestão de mudanças**. 2007. 143 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade do Estado de Santa Catarina, Florianópolis, 2007.

NEIVA, Raimundo Alelaf. **Valor de mercado da empresa: modelos de avaliação econômico-financeira de empresas, exemplos de avaliação com cálculos de valores, subsídios para privatização, compra e venda**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

NEVES JÚNIOR, I. J.; BATISTA, C. P. Estudo empírico do desempenho das empresas de distribuição de energia elétrica segundo EBITDA. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, Rio de Janeiro, v. 10, n. 2, p. 27-40, 2005.

OLIVEIRA, D. de P. R. de. **Sistemas de informações gerenciais: estratégicas, táticas e operacionais**. 9 ed. São Paulo: Atlas, 2004.

OLIVEIRA, G. R *et al.* Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras: uma abordagem em regressão quantílica. Trabalho de discussão. Brasília, 2012. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/TD272.pdf>>. Acesso em: 21 jan. 2014.

OLIVEIRA, Laurindo Andrade de. **Avaliação de empresa**: um estudo de caso em uma empresa do ramo metalúrgico. 2013. 50 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharel em Ciências Contábeis) - Universidade do Extremo Sul Catarinense, UNESC. Criciúma, 2013.

PAIVA, W. P. Métodos de avaliação de pequenas e médias empresas. **Anais ...** São Paulo, 2001. Disponível em: < <http://www.ead.fea.usp.br/semead/5semead/>>. Acesso em: 04 fev. 2014.

PEREZ, M. M.; FAMÁ, R. Avaliação de empresas e apuração de haveres em processos judiciais: uma análise segundo a teoria de finanças. **Anais ...** São Paulo, 2003. Disponível em: < <http://www.ead.fea.usp.br/semead/6semead/>>. Acesso em: 04 fev. 2014.

PEREZ, Marcelo Monteiro; FAMÁ, Rubens. Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. **Rev. contab. finanç.** [online], v.17, n. 40, p. 7-24, 2006.

PORTO, M. A. G. BANDEIRA, A. A. O processo decisório nas organizações. SIMPEP, XIII. **Anais...** Bauru, SP, 6 a 8 de Novembro de 2006.p. 1-11.

PROCIANOY, J. L.; SCHNORRENBARGER, A. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**. v. 58, n.1. Rio de Janeiro, Jan./Mar. 2004.

QUIVY, R.; CAMPENHOUDT, L. **Manual de investigação em ciências sociais**. 3 ed. Lisboa: Gradativa, 2003.

REILLY, Robert F.; SCHWEIHS, Robert P. **Valuing intangible assets**. NY: McGraw-Hill, 1998.

REZZIERI, T.; SCHNORREMBERGER, D.; REINA, D. R. M. **Estudo do EBITDA como instrumento de estimativa do fluxo de caixa operacional**. Artigo eletrônico disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos122012/11.pdf>>. Acesso em: 17 jan. 2014.

RIBEIRO, M. G. C.; MACEDO, M. A. S.; MARQUES, J. A. V. C. Análise da relevância de indicadores financeiros e não financeiros na avaliação de desempenho organizacional: um estudo exploratório no Setor Brasileiro de Distribuição de Energia Elétrica. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 6, n. 15, p. 60-79, 2012.

SAITO, R. *et al.* Fórum O Cinquentenário de Modigliani & Miller: reflexões sobre a teoria e a prática das finanças no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, v.48 n. 4, São Paulo, out./ dez. 2008. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75902008000400006>. Acesso em: 03 jan. 2014.

SALLABERRY, J. D. Metodologias de avaliação de desempenho: EVA, MVA e BSC. Observatorio de la Economía Latinoamericana, **Revista Académica de Economía**, n. 171, 2012. Disponível em: <<http://www.eumed.net/coursecon/ecolat/br/>>. Acesso em: 19 jan. 2014.

SALOTTI, B. M.; YAMAMOTO, M. M. Um estudo empírico sobre o EBITDA como representação do fluxo de caixa operacional – estudo em empresas brasileiras. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE E INICIAÇÃO CIENTÍFICA, 5., 2005, São Paulo. **Anais...** São Paulo, 2005.

SANTANA, L.; LIMA, F. G. EBITDA: uma análise de correlação com os retornos totais aos acionistas no mercado de capitais brasileiro. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE E INICIAÇÃO CIENTÍFICA. Paulo. **Anais...** São Paulo, 2004.

SANTOS, D. F. L.; ZOTES, L. P. Análise de metodologias para valoração de pequenas e médias empresas com alavancagem financeira. **XXV Encontro Nacional de Engenharia de Produção** – Porto Alegre, RS, Brasil, 29 out a 01 de nov de 2005. Disponível em: <http://www.abepro.org.br/biblioteca/ENESEP2005_Enesep0304_0863.pdf>. Acesso em: 18 jan. 2014.

SANTOS, D. F. L.; ZOTES, L. P. Metodologia para valoração de pequenas e médias empresas. **Revista Eletrônica do Mestrado Profissional em Administração da Universidade Potiguar**, Natal, Ano III, n. 1, p. 17-26, out. 2010.

SANTOS, L. M. *et al.* Análise do Q de Tobin Como Determinante do Investimento das Empresas Brasileiras. **Revista de Administração FACES Journal**, v. 10, n. 3, art. 5, p. 65-82, 2011.

SCHONERWALD, C.; VALLANDRO, L. F. J.; ZANI, J. Estrutura de capital: um estudo empírico sobre a ocorrência do equity market timing nas decisões de financiamento das companhias abertas brasileiras. In: SEMINÁRIO BRASILEIRO DE FINANÇAS, XX 2010, São Paulo. **ANAIS...** São Paulo: SBFIN, 2010. 17 p.

SELLTIZ, C. **Métodos de pesquisa nas relações sociais**. Tradução de Maria Martha Hubner de Oliveira. 2ª edição. São Paulo: EPU, 1987.

SILVA, S. R. *et al.* Ebitda: comparando o conhecimento dos analistas financeiros com a teoria. **IX Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia**. Resende, 24 a 26 de outubro de 2012.

SIMON, Herbert Alexander. **Comportamento administrativo**. Rio de Janeiro: USAID, 1965.

SOUTE, D. O. *et al.* Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento. Universidade de Brasília – Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais. **Revista UnB Contábil**, v. 11, n. 1-2, p.1-17, jan./dez. 2008.

STONER, James A; FREEMAN, R. E. **Administração**. Tradução: Alves Calado, 5.ed. Rio de Janeiro - RJ: Prentice-Hall do Brasil, 1995.

TOMASELLI , Tatiana Renaux. A ACP e a tomada de decisão em investimentos. **Fractal: Revista de Psicologia**, v. 22, n. 3, p. 525-542, Set./Dez. 2010.

TRIVIÑOS, A. N. S. **Introdução a pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação**. São Paulo: Atlas, 1987.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

WALTER, S. A.; FREGA, J. R.; SILVA, W. V. Análise do comportamento e da percepção do investidor em relação ao risco sob a ótica da teoria de finanças comportamentais. **Revista de Administração**, v. 45, n. 2, art. 6, p. 172-187, 2010.

WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da administração financeira**. 10 ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 4 ed. São Paulo: Bookman, 2010.

APÊNDICE A - Termo de Esclarecimento

REFERÊNCIA: Roteiro de Entrevista

Prezado respondente,

Esta pesquisa é um levantamento de dados e informações para compor o Projeto de Dissertação de Lawrence Machado, mestrando do Programa de Pós Graduação em Administração das Faculdades Novos Horizontes (FNH), cujo título é: “**PROCESSO DECISÓRIO NA VALORAÇÃO DE EMPRESAS: um estudo de caso numa empresa em Belo Horizonte/MG**”, e orientador, o prof. Dr. Wendel Alex Castro Silva.

O pesquisador afirma de forma peremptória o total sigilo sobre a identificação da empresa investigada, bem como em relação às informações prestadas pelos(as) respondentes, uma vez que os dados serão de conhecimento somente do mestrando e seu orientador. Nesse sentido, solicito ao(a) entrevistado(a), sinceridade nas respostas, bem como me coloco à disposição para esclarecer quaisquer dúvidas que possam suscitar o não entendimento das perguntas elaboradas.

Ressalto que este instrumento será de extrema importância para realização deste estudo. A participação voluntária implica que cada participante pode desligar-se da pesquisa a qualquer momento, bastando para tal, manifestação verbal ao pesquisador, sem sanções ou prejuízo para ambas as partes.

Agradeço antecipadamente por sua colaboração e coloco-me à disposição para quaisquer esclarecimentos que porventura se façam necessários por meio do endereço eletrônico: lawrence@cauleconsultoria.com.br, ou mesmo pessoalmente.

Atenciosamente,

Lawrence Machado

Diretor da Caule Consultoria

Celular (31) 9751-6617

APÊNDICE B - Roteiro de Entrevistas

I. Dados demográficos:

- 1) Idade: () 20-25 anos () 26-30 anos () 31-35 anos () 36-40 anos
() 41-45 anos () 46-50 anos () 51-55 anos () 56-60 anos
() 61-65 anos () Acima de 65 anos
- 2) Estado Civil: () Solteiro () Casado () Separado () Divorciado () Viúvo
() Relação estável
- 3) Sexo: () M () F
- 4) Nacionalidade: _____
- 5) Naturalidade: _____
- 6) Escolaridade: Graduação: _____
Especialização: _____
Mestrado: _____
Doutorado: _____
- 7) Tempo de experiência na área: _____
- 8) Cargo na empresa: _____
- 9) Tempo de casa na empresa: _____
- 10) Há quanto tempo à organização foi fundada, e caso não seja o fundador, há quanto tempo possui a empresa?
- 11) Em sua opinião a empresa foi bem precificada? O valor atendeu as expectativas?
- 12) As propostas recebidas se consolidaram de forma adequada ao desempenho financeiro demonstrado nos balanços? Comente.
- 13) A falta de informação na avaliação da empresa foi um fator limitador?
- 14) No processo de valoração foi discutida a utilização de outros instrumentos para a composição do valor da organização? Comente.
- 15) Diversos elementos compõem os ativos intangíveis de uma organização. Dentre as questões apontadas assinale numa escala de 1 a 5 de acordo com o seu

entendimento, a representatividade de cada elemento na composição do valor da empresa:

() capital humano; () capital de cliente; () propriedade intelectual; () conhecimento tácito; () ativos intelectuais; () pesquisa e desenvolvimento; () capital estrutural; () inovação; () conhecimento codificado; () tecnologia da informação; () valor da marca; () valor social da organização; () perspectivas da consolidação; () aprimoramento dos processos produtivos.

- 16) Com base na questão anterior, algum capital intangível foi considerado no processo de avaliação da empresa? Caso positivo, comente qual(is) foi(ram).
- 17) Em sua opinião, a não consideração de algum capital intangível afetou o valor da empresa? Comente.
- 18) Tem conhecimento da utilização dos indicadores utilizados na valoração da sua empresa? Fale sobre este assunto.
- 19) Qual(is) indicador(es) ou instrumento(s) que foi(ram) utilizado(s) na valoração da empresa?
- 20) A estrutura de capital atual da empresa influenciou na precificação e na decisão do valor líquido ajustado?
- 21) Em sua opinião, a estrutura de capital da empresa refletiu de que forma no risco do investimento? Como foi o processo decisório a respeito.
- 22) A evolução patrimonial e operacional levou a empresa a buscar alavancagem? Caso sim, como influenciou no processo decisório da venda?
- 23) A valoração com base nos múltiplos do EBITDA foi considerada no processo decisório?
- 24) Este método reflete de maneira adequada o valor da organização?
- 25) Com base no risco associado ao preço apurado, a decisão por este método é mais complexa? Comente.
- 26) Na sua percepção como foi conduzido o processo de avaliação da empresa?
- 27) Qual ou quais os motivos que motivaram o processo de avaliação da organização?

- 28) Além dos ativos patrimoniais, outros fatores foram ou deveriam ser considerados no processo de avaliação? Comente.
- 29) A avaliação refletiu a situação econômica e financeira da empresa?
- 30) Em relação ao crescimento da empresa, subestimou ou não a valoração da empresa?
- 31) Que lições ficaram com a venda da empresa?