

À Superintendência de Desenvolvimento de Mercado
audpublica0413@cvm.gov.br
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar
Rio de Janeiro - RJ
CEP 20050-901

Prezados Senhores,

É com satisfação que encaminhamos os comentários do CBAN - Comitê Brasileiro de Avaliadores de Negócios - entidade da Associação Nacional de Executivos em Finanças, Administração e Contabilidade (ANEFAC) - sobre a minuta do EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 04/2013 sobre a proposta de regras sobre operações de fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações envolvendo emissores de valores mobiliários registrados na categoria A. O CBAN tem como objetivo emitir orientações para a prática de elaboração e análise de serviços de avaliação de negócios, consolidando e compartilhando as melhores práticas em avaliação de negócios com referência no cenário internacional.

Atenciosamente,

Ana Cristina França
Diretora Executiva
anacristina@anefac.com.br

Luiz Paulo Silveira
Diretor
luiz.silveira@apsis.com.br

COMENTÁRIOS À MINUTA DO EDITAL SDM Nº 04/2013

Em relação ao documento em referência, optamos por comentar apenas o **Capítulo IV** da minuta, que contempla os itens referentes aos critérios e ao conteúdo mínimo dos laudos de avaliação elaborados para os fins do art. 264 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (art. 8º), por ser a matéria de estudo do CBAN.

1. Vimos de forma muito positiva a inclusão no Art. 8º, Inciso II, da Abordagem de Mercado (com o método dos múltiplos de mercado), e, no Art. 8º, Inciso III, da Abordagem da Renda (com o método do fluxo de caixa descontado), e não apenas a Abordagem de Custo (método do patrimônio líquido a preços de mercado), prevista no Inciso I do mesmo artigo.

2. Mais especificamente, sugerimos a recomendação do uso conjunto de mais de uma abordagem (mercado, ativos e / ou renda), de acordo com as atuais melhores práticas internacionais de avaliação (IVS, USPAP entre outras), de onde trouxemos alguns exemplos para esta carta.

i. O primeiro exemplo está transcrito em anexo, ao final desta carta, e é parte do capítulo 6 do Guia de Avaliação (Universal and Fundamental Applications - 2005) da Associação Internacional de Consultores, Avaliadores e Analistas (IACVA - International Association of Consultants, Valuators and Analysts)¹. Em resumo, admite-se o uso de vários métodos de avaliação para abordagem do ativo quando a empresa tem um grau de segmentação em que os seus ativos devam ser avaliados separadamente, ou para fazer a reconciliação dos resultados, rejeitando a prática de média aritmética dos resultados encontrados para indicação do valor.

¹ O Brasil é a sede do capítulo do IACVA na América Latina, através do CBAN da ANEFAC.

ii. O uso de mais de um método de avaliação para verificação dos resultados é um procedimento que vem sendo também recomendado pelo IVSC, prestes a ser inserido nas normas internacionais de avaliação (IVS - em inglês, *International Valuation Standards*), conforme sugestão da minuta de reformulação dos padrões internacionais:

Usar mais de uma abordagem de avaliação ou método geralmente proporciona uma verificação cruzada sobre a conclusão da avaliação e é especialmente recomendado quando dados de entrada para o método primário são limitados ou inconclusivos.²

3. Quanto ao § 1º do art. 8º, tendo em vista que os administradores e sócios podem convencionar a relação de substituição proposta (devidamente justificada) e que a prevalência da maioria geralmente constitui o meio racional e mais adequado de formação da vontade coletiva, na teoria, a relação proposta tende a ser a mais justa.³ Logo, a inclusão das novas abordagens (que não poderão ser as anteriormente utilizadas para cálculo da relação de substituição proposta) irá garantir uma informação adicional ao minoritário, de acordo com o previsto na Lei das S.A. (6.404 /76).

No entanto, a base do art. 264 desta lei é adotar um critério com maior grau de objetividade, uma vez que, historicamente, a relação proposta geralmente parte da Abordagem da Renda. Acreditamos que a abordagem que proporciona maior objetividade, no caso brasileiro, é a Abordagem de Custo (ou de Ativos), com a metodologia do valor de patrimônio líquido a preços de mercado, por ser de fácil

² *Using more than one valuation approach or method generally provides a cross check on the valuation conclusion and is especially recommended where the inputs to the primary method are limited or inconclusive.* Cf. IVSC. *Amendments to the International Valuation Standards, Londres, 2013.* Disponível em: <http://www.ivsc.org/sites/default/files/2012-13%20review%20%20ED%20published_1.pdf> Acesso em 10/07/2013.

³ cf. Paulo Cezar Aragão e Monique M. Mavignier de Lima. *Incorporação de Controlada: a disciplina do art. 264 da Lei 6.404/1976*, pp.345-357. In: JUNIOR, Ecio Perin; KALANSKI, Daniel; PEYSER, Luis (coord). *Direito Empresarial - aspectos atuais de Direito Empresarial Brasileiro e Comparado*. São Paulo, Editora Método, 2005.

compreensão pelo mercado e por partir das demonstrações financeiras auditadas. Justificamos esta afirmativa adiante, com a enumeração das ressalvas inerentes a cada abordagem.

4. Quanto ao § 2º do art. 8º, entendemos que a minuta refere-se ao Anexo III da Instrução CVM 361, que contempla as melhores práticas para elaboração de um laudo de avaliação especificamente para a finalidade de OPA e pode não ser aplicável de forma abrangente a outras finalidades, como a prevista no Art. 264.

5. Baseados nestes pontos, fizemos abaixo algumas observações e sugestões adicionais quanto ao cálculo da relação de troca por uma metodologia adicional, visando a transparência da operação e o fornecimento de maiores informações para a tomada de decisão do acionista minoritário.

6. O Capítulo IV da minuta não contempla os critérios de avaliação para outras finalidades além do art. 264 da Lei das S.A., como por exemplo as normas nos art. 184-A, 226, 252 e art. 256 da Lei 6.404/76. Acreditamos que a CVM prefere tratar esse assunto de forma específica em outra oportunidade. Adicionalmente, entendemos que uma solução interessante seria a CVM baixar um Parecer de Orientação com vistas à adoção de uma Orientação Técnica específica sobre avaliação de empresas, preconizando as melhores práticas no uso das 3 abordagens (renda, ativo/custo e mercado) e suas respectivas metodologias, alinhada aos padrões internacionais.

7. Importante também seria adotar um roteiro padrão para análise dos laudos de avaliação apresentados, cobrindo os tópicos relevantes, dentro do padrão internacional.

8. Quanto à aplicação da **metodologia por múltiplos**, mencionada no item II do art. 8º, tecemos algumas considerações:

- i. O uso de múltiplos pode ter grande objetividade, principalmente se enquadrado no Nível 1 ou 2 de acordo com os parágrafos 72 a 90 do CPC 46,

porém ainda não temos uma base de dados representativa no mercado brasileiro para conclusão da avaliação das companhias exclusivamente por esta metodologia. De acordo com o jornal Brasil Econômico, embora o Brasil tenha o sétimo PIB do mundo, fechou o ano de 2012 com apenas 353 empresas listadas em bolsa, contra 4.012 empresas nos EUA (fonte: http://brasileconomico.ig.com.br/noticias/brasil-e-o-23-pais-em-numero-de-em-presas-listadas-em-bolsa_132225.html)

ii. Deste modo, o uso isolado de múltiplos pode levar a uma análise imprecisa por parte dos acionistas minoritários. Deve ser usado com um número mínimo de empresas comparáveis e com características similares. O critério para seleção destas empresas similares, de acordo com o apresentado no guia de melhores práticas da *American Society of Appraisers* (ASA), traz uma lista “concisa” de 25 itens a serem considerados pelo avaliador de acordo com as circunstâncias:

- a) Crescimento passado de vendas e rendimentos
- b) Taxa de retorno do capital investido
- c) Estabilidade de rendimentos passados
- d) Taxa de dividendos e registros
- e) Qualidade da administração
- f) Natureza e prospecções do setor
- g) Posição competitiva e prospecções individuais da companhia
- h) Natureza básica da atividade.
- i) Tipos gerais dos bens ou serviços produzidos.
- j) Montantes relativos de trabalho e capital empregados
- k) Extensão de conversão relevante
- l) Montante de investimentos em Máquinas e Equipamentos
- m) Montante de investimentos em inventários
- n) Nível de tecnologia empregado
- o) Nível de habilidades necessárias para desenvolver as operações.
- p) Tamanho
- q) Posição financeira
- r) Liquidez
- s) Anos no negócio

- t) Ambiente do mercado financeiro
- u) Qualidade dos rendimentos
- v) Liquidez das Ações
- w) Eficiência Operacional
- x) Diversificação geográfica
- y) Similaridade de modelos de negócio⁴

iii. Nas IVS 200, Negócios e participações de Negócios, o International Valuation Standards Council (IVSC) faz as seguintes recomendações referentes à abordagem de mercado:

É necessário haver uma razoável base de comparabilidade e confiabilidade com relação a negócios similares na *abordagem de mercado*. Estes negócios similares devem estar no mesmo ramo de atividades ou em uma indústria que responda às mesmas variáveis econômicas. Fatores a serem considerados quanto a haver uma razoável base de comparação incluem os seguintes:

- Similaridade com o negócio objeto da avaliação em termos de características qualitativas e quantitativas,
- montante e possibilidade de verificação dedados sobre os negócios similares,
- se os preços dos negócios similares representam transações entre partes independentes.⁵

10. Por fim, quanto à aplicação da metodologia por fluxo de caixa, mencionada no inciso III do artigo 8º, consideramos que o fluxo de caixa tem cada vez mais se consagrado como o método mais completo, dentro da abordagem da renda, para apuração do valor justo das empresas.

i. é necessário sempre a existência de uma clara apresentação e justificativa das premissas adotadas na avaliação, uma vez que se trata de uma metodologia que congrega muitos fatores subjetivos. Citando a Diretriz Técnica do CBAN,

Com o intuito de proporcionar comparabilidade, relevância e credibilidade, o laudo de avaliação deverá definir uma exposição completa, objetiva, atual, clara e precisa do escopo do serviço, sua finalidade e utilização prevista, confirmação da base de valor utilizada e divulgação de quaisquer suposições, hipóteses ou

⁴ American Society of Appraisers (ASA). Chapter 8: Overview of the Market Approach, pp.5-6, in: *BV 201 - Introduction to Business Valuation Part One*, ASA, 2010.

⁵ International Valuation Standard Council, (IVSC), Normas IVS - Normas Internacionais de Avaliação - versão 2011, São Paulo: IBAPE, 2013, p.58.

*condições especiais limitativas que afetem diretamente a avaliação.*⁶

ii. Além do modelo do fluxo de caixa de descontado (FCD), recomendamos inclusão do modelo de avaliação por Lucros Residuais (em inglês, Residual Income Valuation - RIV). Esses modelos são aceitos e apresentados pelo IACVA em "Other valuation techniques"⁷. Tecnicamente, os modelos chegarão aos mesmos valores porque o que diferencia um do outro é o regime de competência (accruals) que em algum momento, no tempo, será convertido em caixa.

O modelo RIV ajudará muito aos avaliadores, principalmente para avaliarem empresas fechadas, por utilizar contas do Balanço Patrimonial e da Demonstração do Resultado. Utiliza basicamente o patrimônio líquido e o lucro líquido contábil para calcular os fluxos futuros de lucros residuais que são descontados e somados ao PL inicial. Diversos estudos no Brasil abordam o assunto.⁸

OBRAS CITADAS

ALMEIDA, José Elias Feres de, e outros. Análise dos Modelos de Avaliação Residual Income Valuation, Abnormal Earnings Growth e Fluxo de Caixa Descontado Aplicados às Ofertas Públicas de Aquisição de Ações no Brasil. São Paulo, *Revista de Contabilidade e Organizações*, vol. 6, n.16, 2012, p. 3-19. Disponível em: <<http://www.rco.usp.br/index.php/rco/article/download/450/255>> Acesso em: 22/07/2013.

_____. Analysis of the Residual Income Valuation and Abnormal Earnings Growth Models: A Practical Approach using Analysts' Forecasts. Curitiba, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, *Revista de Contabilidade e Controladoria*, v. 4, n.1, jan./abr. 2012, p 7-19. Disponível em:

⁶ Cf. COMITÊ BRASILEIRO DE AVALIADORES DE NEGÓCIOS (CBAN) - *Diretriz Técnica 01: O Método do Fluxo de Caixa Descontado em Avaliação de Negócios - RECOMENDAÇÕES GERAIS*. Disponível em: <http://blogrio.anefac.com.br/?page_id=615> Acesso em 17/07/2013.

⁷ Cf. IACVA, op.cit, CHAPTER SIX, p.35.

⁸ Ver ,nas obras citadas, os artigos da Revista de Contabilidade e Controladoria da Universidade Federal do Paraná, da Brazilian Business Review e da Revista de Contabilidade e Organizações da USP.

<<http://ojs.c3sl.ufpr.br/ojs2/index.php/rcc/article/viewFile/26419/17963>> Acesso em: 22/07/2013.

AMERICAN SOCIETY OF APPRAISERS (ASA). Chapter 8: Overview of the Market Approach, in: *BV 201 - Introduction to Business Valuation Part One*, ASA, 2010.

ARAGÃO, Paulo Cezar e LIMA, Monique M. Mavignier de. *Incorporação de Controlada: a disciplina do art. 264 da Lei 6.404/1976*, pp.345-357. In: JUNIOR, Ecio Perin; KALANSKI, Daniel; PEYSER, Luis (coord). *Direito Empresarial - aspectos atuais de Direito Empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo, Editora Método, 2005.

BRASIL ECONÔMICO, *Brasil é o 23º país em número de empresas listadas em Bolsa*, São Paulo, Brasil Econômico, 20/05/2013. Disponível em: <http://brasileconomico.ig.com.br/noticias/brasil-e-o-23-pais-em-numero-de-empresas-listadas-em-bolsa_132225.html> Acesso em: 17/07/2013.

COMITÊ BRASILEIRO DE AVALIADORES DE NEGÓCIOS (CBAN). Diretriz Técnica 01: O Método do Fluxo de Caixa Descontado em Avaliação de Negócios, 2012. Disponível em: <http://blogrio.anefac.com.br/?page_id=615> Acesso em: 16/07/2013.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS - Pronunciamento Técnico 46 - Valor Justo (CPC 46). Brasília, CPC, 2012. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/CPC%2046%20_final.pdf> Acesso em: 17/07/2013.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Instrução CVM 361 de 5 de março de 2002 - Anexo III. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/Atos/Atos/inst/inst361consolid.doc>> Acesso em 18/07/2013.

INTERNATIONAL ASSOCIATION OF CONSULTANTS, VALUATORS & ANALYSTS (IACVA). *Universal and Fundamental Applications*. Toronto: IACVA, 2012, 3a Ed.

INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL (IVSC). Normas IVS - Normas Internacionais de Avaliação. São Paulo: IBAPE, 2013.

OHLSON, James A. e LOPES, Alexsandro Broedel. *Avaliação de Empresas com base em*

números contábeis. Vitória, *Brazilian Business Review*, vol 4, n.2., maio / agosto 2007, p.96-103.
Disponível em:

<http://www.bbronline.com.br/public/edicoes/4_2/artigos/dpqhoesziu1122010142850.pdf> Acesso em: 22/07/2013.

ANEXO I

Fonte: IACVA, *Capítulo 6 - Selecionando a melhor abordagem*, in: IACVA, *Aplicações Universais e Fundamentais*, 2005. Tradução CBAN - ANEFAC (grifos nossos).

Existem muitos métodos comumente usados para avaliação. A solidez de um método em particular é inteiramente baseado nas circunstâncias relativas de um caso em particular. O avaliador responsável por selecionar o método mais apropriado deve basear sua escolha no conhecimento da situação. Quando estiver apropriadamente aplicado, algo desta “arte” é suplantado pela “ciência”.

Os métodos de avaliação mais comumente usados estão agrupados em uma das três abordagens seguintes:

A. Baseado no Ativo - Abordagem de Custo.

- 1. Método do Ajuste do Ativo Líquido.*
- 2. Método do Custo de Reposição Depreciado.*
- 3. Premissa de Liquidação.*
- 4. Premissa do Valor do Ativo em Andamento (Going Concern Premise)*
- 5. Premissa do Conjunto de Ativos (Asset Assemble Premise)*

B. Abordagem de Renda

- 1. Capitalização dos Rendimentos,*
- 2. Renda Excedente / Método do Tesouro (Treasure Method)*
- 3. Renda Excedente / Método das Taxas Razoáveis (Reasonable Rate Method)*
- 4. Rendimentos Descontados / Fluxo de Caixa*

C. Abordagem de Mercado

- 1. Método de Orientação de Companhias Abertas (Guideline Public Company Methods)*
- 2. Método da Orientação de Companhias oriundas de Fusão e Aquisição. (Guideline Merged and Acquired Company Method12)*

3. Método Baseado na Transação (...)

G. Melhores Práticas - Combinando ou Tirando a média de métodos múltiplos.

Revenue Ruling 59-60 states:

A regra 59-60 da renda afirma que:

Pelo fato de as avaliações não serem feitas na base de uma fórmula prescrita, é difícil para os vários fatores aplicáveis em um caso particular terem apenas um peso matemático derivado do Valor Justo de Mercado.

Por esta razão, não há justificativa para tirar uma média entre vários fatores (por exemplo, valor contábil, rendimentos e dividendos capitalizados) e fundamentar uma avaliação neste resultado. Tal processo exclui a consideração de outros fatores pertinentes, e o resultado final não será fundamentado em uma aplicação realista dos fatos significativos no caso, exceto por mero acaso.

Enquanto esta afirmativa é válida e o uso a combinação ou média dos métodos é desaconselhada, tem se tornado cada vez mais popular entre os avaliadores e nos processos judiciais nos últimos anos. Uma das razões em usar uma combinação de abordagens é se a companhia que você está avaliando tem divisões que sejam suficientemente diferentes a ponto de poderem ser avaliadas de modo diferente da outra, no entanto, estes casos especiais estão para além do escopo deste capítulo.

Mesmo quando não há uma razão compulsória para usar uma combinação de abordagens, um passo extra que muitos avaliadores pulam e deve ser endereçado a toda avaliação é a reconciliação de diferentes resultados que uma abordagem irá gerar de outra. Como avaliadores, devemos entender por que diferentes resultados são gerados sob diferentes abordagens e explicar (dado o propósito e uso do laudo) por que um é mais preciso do que o outro.