



Os diversos métodos de avaliação de empresa e o fluxo de caixa descontado nos casos de apuração de haveres

The Various Company Valuation Methods and Discounted Cash Flow in Assets Calculation cases

Recebimento: 26/03/2022 - Aceite: 03/10/22 - Publicação: 01/10/2023

Processo de Avaliação: Double Blind Review - DOI: <https://doi.org/10.22567/rep.v12i2.880>

André Bortolino de Mendonça

bortolino1975@uol.com.br

<https://orcid.org/0000-0002-5977-6159>

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC/SP)

Sergio de Iudícibus

siudicibus@pucsp.br

<https://orcid.org/0000-0001-9657-7186>

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC/SP)

Fernando de Almeida Santos

fernando@fernandoasantos.com.br

<https://orcid.org/0000-0002-1716-2802>

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC/SP)

RESUMO

O presente artigo procura demonstrar os diversos métodos existentes de avaliação de empresa, explicando quando deve ser aplicado a sistemática da apuração de haveres nos casos de dissolução de sociedade e que, para estes casos, o método de avaliação por meio de Fluxo de Caixa Descontado não é o mais adequado a ser aplicado. Realizou-se pesquisa exploratória qualitativa para conhecimento mais aprofundado acerca do tema, sendo aplicado questionário de pesquisa para peritos atuantes na Comarca de São Paulo através da plataforma *Google forms*, para comparação do entendimento pericial com as decisões do Superior Tribunal de Justiça que rege o tema. Apesar do posicionamento do Superior Tribunal de Justiça que não deverá ser aplicado o método do fluxo de caixa nas apurações de haveres, os resultados da pesquisa mostram que percentual elevado dos peritos entrevistados defendem a aplicação do Fluxo de Caixa Descontado como método eficaz a sua aplicação, justificando seu entendimento que os resultados futuros devem afetar o momento presente.



Palavra-chave: avaliação de empresa, apuração de haveres, fluxo de caixa descontado, perícia contábil.

ABSTRACT

This article seeks to demonstrate the various existing methods of company valuation, explaining when the system for calculating assets should be applied in cases of dissolution of a company and that, for these cases, the valuation method using Discounted Cash Flow does not is the most appropriate to be applied. Qualitative exploratory research was carried out to obtain more in-depth knowledge about the topic, with a research questionnaire being applied to experts working in the District of São Paulo through the Google forms platform, to compare the expert understanding with the decisions of the Superior Court of Justice that governs the topic. Despite the position of the Superior Court of Justice that the cash flow method should not be applied when calculating assets, the research results show that a high percentage of the experts interviewed defend the application of Discounted Cash Flow as an effective method for its application, justifying their understanding that future results must affect the present moment.

Key Words: *Company valuation, determination of assets, discounted cash flow, accounting expertise*

1. INTRODUÇÃO

A avaliação de uma empresa é a forma pela qual se adota um processo que busca apurar ou estimar o seu valor. Tal situação é possível ser realizada a qualquer momento, dependendo da necessidade dos interessados.

Por outro lado, a apuração de haveres dá-se no momento da necessidade da dissolução parcial de uma sociedade, instituto este criado pelo Novo Código Civil, chamado de “Resolução Societária”, este deverá ser aplicado quando da retirada ou falecimento de um ou mais sócios. A intenção é a avaliação da empresa para pagamento da participação devida ao sócio retirante ou aos seus herdeiros. Conforme (Strassburg & Moreno, 2020) “em uma organização, em qualquer momento, uma sociedade pode estar propensa a dissolução”



Para que se possa diferenciar qual método a seguir, necessário primeiro identificar qual o objetivo da referida avaliação: Venda da Empresa; Transferência de Propriedade; Incorporação; Liquidação; Dissolução Parcial da Empresa, ou outros.

Tal diferenciação é aspecto relevante, já que nos casos de venda, transferência, incorporação ou liquidação, o que busca o interessado é saber o quanto vale esta empresa baseado na geração de lucros futuros que teriam direitos seus quotistas. Por outro lado, na dissolução parcial ocorrida na necessidade da saída de sócios, ou nos casos de falecimento, não faria qualquer sentido olharmos para o futuro da empresa, já que referidas pessoas não irão mais contribuir para estes resultados.

Falando especificamente no caso de dissolução parcial, aspecto de estudo quase que diário dos Peritos Contadores e Assistentes Técnicos, tal situação é aspecto controverso, já que de um lado estará o sócio retirante ou viúva de um dos sócios e do outro – os sócios que pretendem seguir com a empresa.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Avaliação de empresa

Toda avaliação de uma empresa demanda inúmera complexidade de avaliações, ainda que diante a métodos quantitativos estão adstritas a premissas à sua aplicação, que podem variar de acordo com o objetivo proposto.

Explicam Liszbinski et. al. (2018), que a avaliação de empresas é objeto de diversas correntes de pesquisas que buscam no arcabouço teórico oferecer modelos que concedam às negociações empresariais uma avaliação justa de quanto vale uma empresa ou quanto se deve pagar pelos resultados esperados, considerados os riscos assumidos pelo investidor.”

O que se busca na avaliação de empresa é realizar o cálculo de quanto vale aquele negócio, processo este conhecido como *Valuation*. Para Peres & Famá (2004), 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.

Falcini (1995) afirma que uma avaliação econômica, ao contrário do que possa parecer, não é uma fixação concreta de um preço ou valor específico de um bem, mas é uma estimativa de base, uma tentativa de estabelecer, dentro de uma faixa, um valor referencial de tendência, em torno do qual atuarão as forças de mercado.



Segundo Martins (1998) há duas formas de avaliar uma empresa em circunstâncias normais: liquidação ordenada no pressuposto da descontinuidade e valor de funcionamento, no pressuposto da sua continuidade. Na liquidação ordenada, os ativos que tenham efetivas condições de serem negociados no mercado são considerados pelos seus valores de venda, diminuídos dos gastos necessários à realização dessa venda, e do valor necessário para saldar seu passivo para com terceiros. O valor de funcionamento é apurado em função dos benefícios econômicos que a empresa ainda é capaz de produzir, ou seja, sua capacidade de geração de fluxo de caixa pela atividade operacional.

2.2. Apuração de Haveres

O procedimento de apuração de haveres busca calcular o montante do patrimônio líquido que cabe ao sócio retirante em face sua participação no capital da empresa.

Para Hoog (2005), a dissolução de uma sociedade: é uma decisão, deliberação, ou a capacidade de resolver o direito de um sócio em relação ao conjunto da sociedade, ocorrendo na apuração de haveres instituto da antiga denominação dissolução parcial de sociedade, abordada nos artigos 1.030 e 1.085 do Código Civil.

Nos ensinamentos de Ornelas (2003), consiste em procedimento judicial ordenado pelo magistrado, desenvolvido por perito em contabilidade, que tem por meta a avaliação das quotas societárias, ou seja, a mensuração da participação societária de sócio dissidente, excluído, ou pré-morto em sociedades contratuais.

Segundo Silva & Santos (2013), os haveres de sócio compreendem, além do valor da participação societária, adiantamentos para futuro aumento de capital, pró-labores e lucros não retirados, empréstimos e outros créditos perante a empresa. Destes, entretanto, devem ser descontadas as dívidas e as obrigações pessoais do sócio, contraídas junto à empresa.

Esse processo não visa a fixação de um “preço” para a sociedade, mas sim, a busca de um valor justo, que reflita com propriedade as características e os diferenciais da empresa avaliada.

Explicam Strassburg & Moreno (2020) que o capital investido pelos sócios foi colocado à disposição da empresa para que ela aplicasse da melhor forma possível e para trabalhar com ele, com o intuito de gerar lucro e remunerar o capital investido. Para se



realizar uma apuração de haveres é necessário envolver todos os processos da empresa e realizar os ajustes necessários.

2.3. Métodos de Avaliação de Empresa

Existem diversas formas de avaliação de uma empresa que podemos citar: as mais simples, com base no Patrimônio Líquido da empresa, ou as mais complexas, que são: aquelas que buscam auferir o valor com base na comparação entre empresas similares; as que preferem adotar múltiplos como o EBITDA; as que adotam o Fluxo de Caixa Descontado – FDC e aquelas com base no Balanço de Determinação e outras, no qual exemplifica-se algumas a seguir:

2.3.1. Com base no Patrimônio Líquido

Neste método, busca-se adotar o que encontra-se registrado na contabilidade, ativos, passivos e patrimônio líquido. Conforme destacam Peres & Famá (2004), consiste em um método baseado nas demonstrações financeiras da empresa, ou seja, em seus números contábeis e, através 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.

Caso exista a saída de um sócio e a opção seja a adoção deste método, deverá ser calculada a participação do sócio retirando em relação aos valores devidamente contabilizados.

Entre os fatores que dificultam a utilização deste método como indicador efetivo de valor econômico de uma empresa Perez & Famá (2004) destacam: As demonstrações contábeis, normalmente, estão baseadas em custos históricos, não atribuindo aos ativos seus valores correntes; A contabilização de acordo com o princípio de competência, associada com os conceitos da realização de receitas e da confrontação de despesas, torna a contabilidade desbalanceada com relação a alguns direcionadores de valor como o conceito do valor do dinheiro no tempo e do risco associado; Existem várias operações que não são registradas nas demonstrações contábeis tradicionais, que entretanto, são muito relevantes para apuração do valor econômico de uma empresa, como operações de arrendamento mercantil, derivativos, garantias oferecidas, entre outras, além é claro, de grande parte dos chamados ativos intangíveis, em especial o Goodwill.



Este método não realiza ajustes necessários a itens contabilizados e não avalia quaisquer aspectos de rentabilidade de resultados futuros.

2.3.2. Avaliação patrimonial de mercado

Para Santos (2011) como citado em Silva & Santos (2013), o método de avaliação pelos ativos consiste primordialmente em determinar o valor dos bens e direitos da empresa em importância que expresse sua realidade frente ao mercado ou pela reposição.

Damodaram (2007) quando aborda as formas de avaliar uma empresa: uma forma é o valor de liquidação, em que analisamos o que o mercado estaria disposto a pagar pelos ativos se estes fossem liquidados hoje. A outra é o custo de substituição, em que se avalia quanto custaria replicar ou substituir os ativos que uma empresa possui instalados hoje.

Este Método, segundo Martins (2001) consiste na valoração de todos os ativos e passivos da empresa a valores de possível realização no mercado, dado o tempo disponível para tal realização, utilizando-se de valores de entrada e de saída. Exemplificativamente, estoque deveriam sofrer avaliação pelo custo de reposição, contas a receber trazidos a valor presente e passivos pelo seu valor de mercado. Assim, de forma exemplificativa, apresenta-se a Tabela 1:

Tabela 1

Itens patrimoniais e Critérios de Ajustes

ITEM PATRIMONIAL	CRITÉRIO DE AVALIAÇÃO
Estoque 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)

Desta forma, após realizado os ajustes necessários com base nos critérios de avaliação, teríamos como sendo o “Valor da Empresa” os valores dos seus ativos e passivos devidamente ajustados (Martins, 2001), conforme a Equação:

$$\text{Valor da Empresa} = \text{Valor dos Ativos} - \text{Valor dos Passivos Ajustados}$$

Tal prática pode não ser completa quando visa avaliar a questão de acordo com a natureza e intenção de cada bem.



2.3.3. Com base na comparação com Empresas Similares

A abordagem comparativa é baseada na avaliação de mercado de empresas que são similares à empresa alvo.

Segundo Peres & Famá (2004) trata-se de um método de avaliação comparativo entre empresas similares àquela que está sendo avaliada. Esta comparação pode ser realizada através de transações similares, como mencionado, ou indicadores financeiros, como o índice P/L (preço / lucro por ação), desta forma: P (preço da ação) / L (lucro por ação) = K (fator), portanto, $P = K \times L$. É importante considerar que, muito embora o índice P/L seja um indicador aceito pelo mercado, algumas inconsistências técnicas persistem, como: a) Ele baseia-se no lucro contábil, com todas as suas limitações e b) Ele ignora o valor do dinheiro no tempo e seus riscos.

2.3.4. Com base em Múltiplos

Utiliza-se método de avaliação por múltiplos, ou seja, cria-se um múltiplo dessas avaliações com relação aos principais itens de rentabilidade da empresa ou agrupamento de fatores do balanço (a exemplo: a receita, o EBITDA, EBIT, lucro líquido, ativo total, patrimônio líquido etc.).

Famá & Santiago Filho (2001) explicam que quando se utiliza o mecanismo de múltiplos, se desconhece sobre o que determina o preço das ações. Isto significa que não há teoria para guiar sobre qual a melhor escala para determinação do valor da empresa, implicando a utilização de diversos múltiplos.

I – Múltiplos de Fluxo de Caixa Operacional. Por este método o Free Operating Cash Flow é calculado com base no EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), ou seja, os ganhos operacionais antes dos juros, impostos, depreciação e amortização. Sendo o valor da empresa determinado pela multiplicação do EBITDA por uma variável apurada em transações semelhantes no mesmo setor de atuação da empresa avaliada. O EBITDA é considerado o melhor indicador de geração de caixa operacional da empresa, pois desconsidera despesas operacionais que não afetam o caixa, como a depreciação e a amortização, torna sem efeito os impactos da forma de financiamento da empresa, pois exclui as despesas financeiras, e exclui os efeitos da tributação nos resultados auferidos.



II – Múltiplos de Faturamento. Neste método o lucro contábil e a geração de caixa são substituídos pelo faturamento da empresa, tornando irrelevante as demais informações sobre os demais itens do resultado do exercício.

III – Outros Múltiplos. Alguns autores mencionam a possibilidade de se utilizar neste método outros multiplicadores como Lucros ou Payback, no entanto, dadas as limitações qualitativas destas variáveis, estes procedimentos são pouco usuais.

Entende-se que a prática deste método, pode não avaliar especificidades do patrimônio e resultado que deveriam ter uma análise mais analítica e não sistematizada.

2.3.5. Fluxo de Caixa Descontado – FDC

O Fluxo de Caixa Descontado – FDC é a avaliação de empresas fundamentada na expectativa de geração de caixas futuros que poderão ser produzidos. Para Assaf Neto (2014) a avaliação de negócios pelo FCD está baseada no Valor Presente Líquido (VPL) do fluxo de caixa futuro esperado de uma empresa. O FCD se destaca como a metodologia mais difundida e reconhecida, pois é a metodologia que representa com maior rigor técnico e conceitual o valor de um investimento.

Em linhas gerais, para Peres & Famá (2004), o método do FDC traduz para valor presente os lucros que a empresa seria capaz de obter no futuro. A taxa a ser utilizada para descontar os fluxos de caixa a valor presente deve ser aquela que melhor reflita o custo de oportunidade e os riscos destes fluxos.

Hoog & Carlin (2015) explicam que o pressuposto básico para a avaliação com a método do fluxo de caixa descontado é trazer a valor presente todos os fluxos de caixa líquidos que estão registrados na contabilidade, independente do vencimento, levando em consideração a perpetuidade do negócio. Isto se refere aos ativos e passivos da empresa. Conforme pode-se verificar na Figura 1 as etapas para se chegar ao valor presente.

Figura 1 – Formulação da metodologia para se chegar ao valor econômico



Fonte: Hoog & Carlin (2015).



O que acontece é projeta-se o fluxo de caixa futuro gerado nas atividades pela demonstração de resultado do exercício – DRE, adicionam-se despesas com depreciação e amortizações projetadas, subtraem-se investimentos futuros em imobilizado e intangível e por fim incluem-se a variação positiva/negativa do capital de giro líquido e os valores de imposto de renda e contribuição social.

Assim, se há uma crítica objetiva a este método é que o resultado presente estará afetado por premissas adotadas para o futuro que podem ou não se concretizar.

2.3.6. Avaliação de Sociedades em Processos de Continuidade - Com base no Balanço Especial ou Determinação

Para Strassburg & Moreno (2020) “a contabilidade, em diversos casos, apresenta dificuldade de representação real, sendo que alguns resultados muitas vezes não refletem o real valor que a entidade possui, principalmente quando está se buscando o valor econômico da empresa. Um dos motivos é o fato de que ela trabalha com o custo histórico, obedecendo às normas brasileiras de contabilidade, principalmente em relação aos ativos permanentes. Desta forma, nos casos em que é necessária a busca por um valor justo, valor que reflita maior proximidade com a realidade, relacionado ao patrimônio da entidade, ele será calculado a partir de um balanço especial ou de determinação.”

Para Ornelas (2003) “é o balanço patrimonial elaborado pelos sócios remanescentes de sociedade contratual na data-base do evento, para efeito de reembolso do valor das quotas societárias, em atendimento a dispositivo do contrato social.”

Neste método levanta-se um balanço especial de “Determinação” na data que o sócio deixa a sociedade ou na data do seu falecimento, momento em que deixa a pertencer a empresa.

Este procedimento em muitas vezes acaba ocorrendo no âmbito judicial, no qual Ornelas (2003) “ensina ser o balanço patrimonial elaborado pelo perito em contabilidade, em função judicial, que é utilizado para determinar o montante dos haveres que cabe ao sócio dissidente. Excluído ou aos herdeiros de sócios pré-morto.”

De forma mais completa, apesar de mostrar o cenário no presente, este estará ajustado pelas avaliações periciais dos ativos, passivos e resultado.



Para Hoog (2007) “ativos ou passivos ocultos, não evidenciados, no balanço tradicional, devem ser registrados para que não ocorra qualquer distorção no resultado a ser distribuído, caso existente.”

O balanço especial deverá possuir premissas para sua elaboração, como inclusão de elementos que não estão registrados no patrimônio, passivos não reconhecidos, ajustes a valor presente, avaliação de bens a valores justos ou de mercado e outros.

Como aspecto importante, para alguns autores haveria ainda a possibilidade da inclusão do *Goodwill* a ser adicionado e incluído no valor obtido junto ao Balanço de Determinação.

Ornelas (2003) ensina “goodwill ou aviamento é parte integrante do fundo de comércio, busca-se saber se a sociedade avalianda tem capacidade de gerar lucros acima do que pode ser considerado normal.”

Como já foi visto neste artigo, o balanço de determinação deve ter como ponto de partida o balanço patrimonial oficial da empresa, sendo ajustado conforme as peculiaridades de cada conta ou cada item representativo do patrimônio. “Desta forma, os itens do balanço aqui apresentados são acompanhados das ações necessárias para se chegar ao encerramento do balanço de determinação, após os ajustes que demandam cada um deles.” (Strassburg & Moreno, 2020, pp. 134-135)

Assim, na Tabela 2 demonstra-se de forma geral os ajustes que podem ser realizados.



Tabela 2

Conta do Balanço Patrimonial e sugestões de ajustes

Itens do Balanço Patrimonial	Critério de Avaliação Sugeridos
Ativo	
Circulante	
Caixa e bancos	Ajustar os saldos
Aplicações de Liquidez imediata	Valor aplicado mais rendimentos
Aplicações em ouro	Valor de mercado menos despesas de corretagem
Circulante	
Valores e títulos a receber a curto e longo prazo	Valor de face trazido a valor presente, acrescido, se for o caso, da renda financeira contratada
Despesas antecipadas	Pelo valor a apropriar, após a data de evento
Adiantamentos a fornecedores	Reconhecer eventual ganho monetário
Estoques	
Estoques vendáveis	Preço de venda à vista, deduzido das despesas de margem de lucro - se mercado organizado - para mercadorias, produtos acabados, produtos semi-elaborados e serviços em andamento: por preço à vista equivalentes ao estado de acabamento; matérias primas e materiais e componentes: preço à vista de aquisição
Estoque de imóveis para venda	Valor de realização, deduzido de despesas de corretagem
Estoques obsoletos	Valor provável de liquidação
Investimentos	
Ações de companhias abertas	Cotação de Bolsa de Valores
Empresas controladas e coligadas	Valor do patrimônio líquido a valores de mercado das sociedades controladas ou coligadas
Imobilizado	
Imóveis	Avaliação pericial de engenharia, menos despesas de corretagem
Máquinas e equipamentos	Avaliação pericial de engenharia, se material
Móveis, utensílios, ferramentas, softwares, equipam. de informática etc.	Valor de mercado: considerada a sua materialidade: valor líquido contábil
Veículos e direitos de uso de linhas telefônicas	Valor de mercado
Intangível	
Marcas, patentes, ponto comercial, concessões, etc.	Cálculo (encontrar valor na data do B. de Determinação)
Goodwill	Cálculo pericial contábil do sobre valor
Passivo	
Circulante	
Fornecedores de bens e serviços	Valor de face trazido a valor presente
Adiantamentos de clientes	Reconhecer eventual perda monetária
Trabalhistas correntes	Pelo valor original, com encargos até a data
Provisões trabalhistas correntes	Valor original, com encargos até a data
Fiscais correntes	Valor original, com encargos até a data
Financiamentos	Principal e encargos até a data
Outras contas a pagar	Valor original e/ou valor presente
Provisões	
Provisões tributárias: ganho de capital	Cálculo (encontrar valor na data do B. de Determinação)
Contingências trabalhistas, tributárias, comerciais	Cálculo (encontrar valor na data do B. de Determinação)
Patrimônio Líquido (valor da sociedade)	
Ativo - Passivo	Resultado após ajustes

Fonte: Strassburg & Moreno (2020)



Este método estará apto a apurar um balanço muito mais próximo da realidade, não estando adjudicado de resultados projetados e futuros.

2.4. Jurisprudência

De início deve se mencionar que o Superior Tribunal de Justiça - STJ em diversas oportunidades já esboçou seu entendimento acerca da questão em casos de apuração de haveres.

Assim, havendo disposição do método a seguir estabelecido no contrato social, este deve prevalecer sobre qualquer outra regra. O entendimento estaria sustentado no artigo 1031 do Código Civil que afirma que nos casos em que a sociedade se resolver em relação a um sócio, o valor da sua quota, considerada pelo montante efetivamente realizado, liquidar-se-á, salvo disposição contratual em contrário, com base na situação patrimonial da sociedade, à data da resolução, verificada em balanço especialmente levantado.” Lei n. 10.406, 2002, que na opinião do STJ expressa a vontade dos sócios.

Do contrário, não havendo disposição contratual o Art. 606 do novo Código de Processo Civil é claro em determinar que em caso de omissão do contrato social, o juiz definirá, como critério de apuração de haveres, o valor patrimonial apurado em balanço de determinação, tomando-se por referência a data da resolução e avaliando-se bens e direitos do ativo, tangíveis e intangíveis, a preço de saída, além do passivo também a ser apurado de igual forma. Parágrafo único. Em todos os casos em que seja necessária a realização de perícia, a nomeação do perito recairá preferencialmente sobre especialista em avaliação de sociedades. (Lei n. 13.4105, 2015)

Apesar da existência dos diversos métodos apontados anteriormente e as críticas realizadas a cada um deles, ainda que o Art. 606 seja claro em sua disposição, muitos defendem a aplicação do método do Fluxo de Caixa Descontado – FDC como método mais eficaz para avaliar o valor que teria direito o sócio retirante em caso de apuração de haveres.

No entanto, o Superior Tribunal de Justiça novamente em julgado datado de 13/04/2021(Recurso Especial n. 1.877.331-SP) voltou a expressar seu entendimento nas demandas de apuração de haveres, especificamente, no que tange à aplicação do método de Fluxo de Caixa Descontado.



5. (...) O legislador, ao eleger o Balanço de Determinação como forma adequada para a apuração de haveres, excluiu a possibilidade de aplicação conjunta da metodologia do Fluxo de Caixa Descontado.

6. A metodologia do fluxo de caixa descontado, associada à aferição do valor econômico da sociedade, utilizada comumente como ferramenta de gestão para a tomada de decisões acerca de novos investimentos e negociações, por comportar relevante grau de incerteza e prognose, sem total fidelidade aos valores reais dos ativos, não é aconselhável na apuração de haveres do sócio dissidente. (Recurso Especial n. 1.877.331-SP)

O entendimento é que aplicação do Fluxo de Caixa Descontado em contraposição ao aspecto patrimonial, apesar da sua inadequação, poderiam ainda gerar diversos outros prejuízos de ordem societária e financeiro a sociedade.

7. A doutrina especializada, produzida já sob a égide do Código de Processo Civil de 2015, entende que o critério legal (patrimonial) é o mais acertado e está mais afinado com o princípio da preservação da empresa, ao passo que o econômico (do qual deflui a metodologia do fluxo de caixa descontado), além de inadequado para o contexto da apuração de haveres, pode ensejar consequências perniciosas, tais como (i) desestímulo ao cumprimento dos deveres dos sócios minoritários; (ii) incentivo ao exercício do direito de retirada, em prejuízo da estabilidade das empresas, e (iii) enriquecimento indevido do sócio desligado em detrimento daqueles que permanecem na sociedade. (Recurso Especial n. 1.877.331-SP)

Acredita-se que a questão da aplicação do Fluxo de Caixa Descontado para casos de apuração de haveres deve ter um ponto final, mas nada impede que sentenças e acórdãos ainda possam continuar considerando o mesmo como opção de método a avaliar uma empresa para tal fim.

2.5. Proposição

Diante das diversas discussões da aplicação do método do Fluxo de Caixa Descontado para apuração dos haveres entre Peritos contadores, Advogados e Sócios retirantes, ainda que exista atual posicionamento do Superior Tribunal de Justiça que consolidado o entendimento do Balanço de Determinação como método mais adequado as apurações de haveres e se posicionando pela não aplicação do Fluxo de Caixa Descontado, mostra-se necessário avaliar a sua aplicabilidade no campo prático, haja vista, que a questão até o presente momento não possui normatização pelo Conselho Federal de Contabilidade ou qualquer órgão de perícia contábil.



Pode se contatar na prática que peritos e advogados divergem acerca do tratamento a ser aplicado. Logicamente, muitos acabam defendendo a questão de acordo com os seus interesses, se pretendem aumentar ou diminuir os resultados esperados.

Tais hipóteses foram avaliadas através de questionamentos realizados aos Peritos Contadores que realizam esta avaliação na prática e que contribuíram para este estudo.

3. METODOLOGIA

O objetivo deste trabalho realizou-se através de pesquisa exploratória qualitativa para conhecimento mais aprofundado acerca do tema. Utilizou-se das decisões judiciais dos tribunais superiores que direcionam esta discussão, buscando se ter o entendimento acerca da questão.

Foi adotado método de análise qualitativa, sendo aplicado questionário de pesquisa contendo 10 (dez) questões, enviado através de e-mail para 10 (dez) peritos atuantes na Comarca de São Paulo através da plataforma *Google forms*, tendo sido recebido 100% da avaliação. A limitação da mostra se deve ao grau de dificuldade de abordar tais profissionais.

Marconi & Lakatos (2003) ensinam “questionário é um instrumento de coleta de dados, constituído por uma série ordenada de perguntas, que devem ser respondidas por escrito e sem a presença do entrevistador. O processo de elaboração é longo e complexo: exige cuidado na seleção das questões, levando em consideração a sua importância, isto é, se oferece condições para a obtenção de informações válidas. Os temas escolhidos devem estar de acordo com os objetivos geral e específico.”

A escolha dos peritos se deu por serem profissionais com grande experiência, entre 3 e 30 anos de atividade em casos de apuração de haveres e estarem devidamente cadastrados no Conselho de Contabilidade de São Paulo – CRC/SP, pelo qual o autor possui contato e ciência da realização de trabalhos no mesmo tema.

4. ANÁLISE E DISCUSSÕES

Dos questionamentos aplicados verificou-se que todos os peritos que responderam as questões receberam demandas para apuração de haveres nos últimos 10 anos, o que comprova a validade da amostra realizada e a importância do objeto de estudo. Destaca-



se que para algumas questões não houve a totalidade das respostas por todos os entrevistados

Quando da análise acerca se os contratos sociais estipulavam o método de realização do cálculo de apuração de haveres nos casos de saída de sócios, 60% dos peritos questionados informaram terem recebido perícias com ausência no contrato social acerca do método a ser aplicado e 80% dos peritos questionados, nos casos omissos, possuem entendimento que deve ser aplicado o método do Balanço de Determinação + Goodwill, conforme ensina Ornelas (2003).

Quando avaliado os aspectos judiciais, se as decisões em sede de sentença, ou, acordão estipularam qual método a ser aplicado na apuração de haveres, 80% dos peritos informaram que as decisões tiveram que estipular o método de apuração a ser aplicado, podendo se concluir como aspecto falho na elaboração dos contratos sociais, o que poderia ser objeto de estudo nas cadeiras do direito societário.

Sobre este aspecto, 50% dos peritos questionados informaram que o método mais aplicado nas decisões judiciais é o do Balanço de Determinação + Goodwill e 37,5% informaram ser o Balanço de Determinação, o que corrobora com a decisão do Superior Tribunal de Justiça a este respeito.

Nos casos em que a sentença ou acordão determinaram método diverso daqueles contidos nos contratos sociais, os Peritos acataram efetuar o cálculo pelo método determinado, demonstrando assim, a dependência dos trabalhos perícias as decisões judiciais. Tal questão, ainda foi confirmada quando da resposta se a Perícia teria acatada a decisão de aplicar o método do Fluxo de Caixa Descontado - FDC, independentemente de haver posicionamento do Superior Tribunal de Justiça de forma contrária.

Como principal aspecto do estudo, quando questionado se a Perícia entende que o Fluxo de Caixa Descontado - FDC poderia ser um método hábil ao cálculo de apuração de haveres, 60% dos entrevistados responderam concordar ser eficaz a sua aplicação e 40% responderam não concordar.

Para justificar suas respostas, 44,4% dos peritos questionados que entendem pela possibilidade da aplicação do Fluxo de Caixa Descontado – FDC às apurações de haveres, fundamentam seu entendimento que os resultados futuros deveriam impactar o momento presente.



Para aqueles que não concordaram com aplicação do Fluxo de Caixa Descontado – FDC as apurações de haveres, 62,5% não souberam informar o motivo que justificaria seu entendimento e 37,5% possuem entendimento que este método baseia-se em resultados futuros que não devem impactar o presente. Destaca-se que algumas questões não tiveram a totalidade das respostas de todos os entrevistados.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo objetivou demonstrar que nos casos de saída de sócios em empresas em continuidade, o método de avaliação por meio de fluxo de caixa não é o mais adequado a ser aplicado nos casos de apuração de haveres.

Para análise, utilizou-se de avaliação acerca dos métodos de avaliação de empresa existentes e para qual momento estes seriam aplicáveis. O estudo ainda analisou o posicionamento do Superior Tribunal de Justiça como caminho que as decisões judiciais devem seguir.

Adicionalmente, buscou-se entender qual o posicionamento pericial que vem sendo adotado pelos peritos atuantes e qual seria a opinião deles acerca de qual método deva prevalecer.

Independentemente de haver discussões, se resultados passados, presente ou futuros, devem ou não afetar a apuração de haveres, o estudo constatou que o Superior Tribunal de Justiça – STJ, a mais alta corte na qual cabe posicionamento a este respeito, já se posicionou acerca de que o método de Fluxo de Caixa Descontado – FDC não é método eficaz a ser aplicado nas apurações de haveres, haja vista, que resultados futuros não deveriam afetar os resultados presentes.

A par disto, constatou-se que a maior parte dos peritos entrevistados defendem a aplicação do Fluxo de Caixa Descontado - FDC como método eficaz a ser aplicado nas apurações de haveres, justificando seu entendimento que os resultados futuros deveriam afetar os resultados presentes a que o sócio retirando teria direito, contrapondo sua opinião ao posicionamento jurisprudencial.



REFERÊNCIAS

- Assaf Neto, Alexandre, (2014). *Finanças corporativas e valor*. São Paulo: Atlas.
- Damodaran, Aswath, (2007). *Avaliação de empresas*. 2ª ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall.
- Estrella, Hernani, (2010). *Apuração de Haveres de sócio*. 5ª ed. Rio de Janeiro: Forense.
- Famá, Rubens & Santiago Filho, Jair Luiz. (2001). *Avaliação de empresas através de múltiplos: uma comparação entre as empresas do Brasil e dos EUA*. São Paulo: Anais do V SemeAD.
- Falcini, Primo, (1995). *Avaliação econômica de empresas: técnica e prática*. São Paulo: Editora Atlas.
- Hoog, Wilson Alberto Zappa, (2005). *Moderno Dicionário Contábil: da Retaguarda à Vanguarda*. 2ª ed. Curitiba: Juruá.
- Hoog, Wilson Alberto Zappa, (2007). *Resolução de Sociedade: avaliação do patrimônio na apuração de haveres*. 3ª ed. Curitiba: Juruá.
- Hoog, Wilson Alberto Zappa & Carlin, Everson Luiz Breda, (2015). *Valuation, manual de avaliação – Teoria e Prática*. Curitiba. Juruá
- Liszbinski, Bianca Bigoli, Neto, Jose de Pietro, Pinto, Nelson Guilherme Machado & Bruchez, Wyllian Patrik, jul./dez. (2018). *Aplicação do modelo do fluxo de caixa descontado: determinação do valor em uma pequena empresa*. Saber Humano, Vol. 8, n. 13, pp. 115-133.
- Marconi, Marina de Andrade & Lakatos, Eva Maria. (2003). *Fundamentos de Metodologia Científica*. 59 ed. São Paulo: Editora Atlas S.A.
- Martins, Eliseu, (1998) *Avaliando a Empresa*. São Paulo: Boletim IOB – Temática contábil e balanços, São Paulo, n. 10, pp.1-6.
- Ornelas, Martinho Mauricio Gomes de, (2003). *Avaliação de Sociedades: Apuração de Haveres em Processos Judiciais*. 2ª ed. São Paulo: Editora Atlas.
- Peres, Marcelo Monteiro & Famá, Rubens, (2004). R. *Métodos de Avaliação de Empresas e o Balanço de Determinação*. n°. 6. São Paulo. Administração em Diálogo.
- Paulo, Edilson, Cunha, Jaqueline Veneroso Alves da Cunha, Alencar, Roberta de Carvalho & Martins, Eliseu. set./dez. (2006). *As Práticas dos Peritos Contadores na Apuração de Haveres*. São Paulo: RBGN, Vol. 8, pp. 23-36.
- Silva, Bianka Marques da & Santos, Nivaldo João, dez/mar. (2003). *Apuração da Haveres de Sócio: O Caso de Uma Empresa do Comércio Varejista da Grande Florianópolis*. Revista Catarinense da Ciência Contábil, Vol.12 n.34.
- Strassburg, Udo & Moreno, Katiane Aline Kanto, set./dez. (2020). *Apuração de Haveres em processos judiciais: Uma Análise de Dois Laudos Periciais com Ênfase nos Procedimentos Utilizados pelos Peritos*. Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade: Vol. 10, n. 3, pp. 129-148.



Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (2002). Institui o Código Civil. Recuperado em 30 de março de 2022
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm

Lei nº 13.800, de 4 de janeiro de 2019. Dispõe sobre a criação do Código de Processo Civil. Recuperado em 30 de março de 2022
http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/113105.htm