

MARKET VALUE ADDED: UMA ALTERNATIVA AOS MÉTODOS DE VALORAÇÃO DE EMPRESAS NAS DEMANDAS LITIGIOSAS

Leonardo Esteves Thiago - Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras

Luis Carlos Gomes Da Silva Jr - FIPECAFI

Paschoal Tadeu Russo - Faculdade Fipecafi

Resumo

O presente trabalho examina, post facto, por meio de uma análise documental e um processo de recálculo, do ponto de vista do arcabouço teórico, as fundamentações para comparação e possibilidade de adoção da métrica MVA® - Market Value Added - como método alternativo face às metodologias tradicionais nos litígios judiciais. A partir da análise das metodologias de valoração utilizadas pelo perito nomeado e dos assistentes técnicos contratados, no âmbito de uma perícia judicial, que colimava levantar o balanço de determinação para apuração de haveres do sócio retirante da sociedade, foram examinados os elementos carreados aos autos do processo, que suportaram os resultados periciais, na data especificada por decisão do juiz. Os resultados foram significantes, ao passo que o valor apurado utilizando o MVA® convergiu com o apurado pelos assistentes técnicos que confrontaram os excessos da perícia oficial, na medida em que se aclarou a não existência de goodwill no montante final, bem como o valor da empresa computado pelo MVA® ficou próximo ao valor computado do patrimônio líquido ajustado, base para a apuração dos haveres, mostrando-se potencialmente útil nos litígios judiciais.

MARKET VALUE ADDED: UMA ALTERNATIVA AOS MÉTODOS DE VALORAÇÃO DE EMPRESAS NAS DEMANDAS LITIGIOSAS

RESUMO

O presente trabalho examina, *post facto*, por meio de uma análise documental e um processo de recálculo, do ponto de vista do arcabouço teórico, as fundamentações para comparação e possibilidade de adoção da métrica MVA® - *Market Value Added* - como método alternativo face às metodologias tradicionais nos litígios judiciais. A partir da análise das metodologias de valoração utilizadas pelo perito nomeado e dos assistentes técnicos contratados, no âmbito de uma perícia judicial, que colimava levantar o balanço de determinação para apuração de haveres do sócio retirante da sociedade, foram examinados os elementos carreados aos autos do processo, que suportaram os resultados periciais, na data especificada por decisão do juiz. Os resultados foram significantes, ao passo que o valor apurado utilizando o MVA® convergiu com o apurado pelos assistentes técnicos que confrontaram os excessos da perícia oficial, na medida em que se aclarou a não existência de *goodwill* no montante final, bem como o valor da empresa computado pelo MVA® ficou próximo ao valor computado do patrimônio líquido ajustado, base para a apuração dos haveres, mostrando-se potencialmente útil nos litígios judiciais.

Palavras-chave: MVA®, métodos de valoração, perícia contábil.

ABSTRACT

The present work examines, *post facto*, through a documentary analysis and a recalculation process, from the point of view of the theoretical framework, as basis for comparison and possibility of adoption of the MVA® metric as an alternative method to the methodologies, next to judicial litigation. Based on the analysis of valuation methodologies by means of appointed expert and technical advisors, it is not a judicial audit body, which was responsible for determining the balance of determination for the calculation of the assets of the member withdrawn from the company, of the process, which allows the results by experts, on the date specified by the decision of the judge. The results were significant, as MVA® converged with the results obtained by technical assistants who confronted the excesses of the official expertise, since it is not the existence of goodwill and value of the company ascertained by MVA® is close to amount of the adjusted shareholder's equity, based on the determination of the assets, being potentially useful in litigation.

Keywords: MVA®, *valuation, forensic accounting.*

1. INTRODUÇÃO

O valor residual de um ativo, para fins de disputa judicial, em processos periciais de identificação de haveres, em favor de sócio retirante, seria o seu valor residual contábil por apurado pelo levantamento balanço de determinação ou haveria uma forma de mensurá-lo considerando valores de mercado? Neste sentido, busca-se lançar luz sobre tal discussão, partindo da aplicação de técnicas de mensuração num caso prático de perícia judicial.

Em se tratando da avaliação de empresa, enquanto método de apuração de valor de ativos em disputas judiciais, com importância tão expressiva no âmbito de dissolução de sociedades, é de se pensar que as pesquisas relacionadas a este tema estariam sendo largamente produzidas por acadêmicos e profissionais, porém, pôde-se observar que, no âmbito de pesquisas nacionais, até o momento, ainda há pouco material relacionado ao assunto no tocante à identificação de melhor método de avaliação, havendo pesquisas que se debruçam, mais especificamente, sobre os métodos mais frequentemente utilizados por peritos nos últimos anos dentro do sistema jurídico nacional.

Neste trabalho, analisa-se a metodologia do *Market Value Added* (MVA)[®], colimando verificar os impactos de sua aplicação em um processo de apuração haveres e se há perspectiva, com base nas teorias existentes, de geração de maior segurança sobre o valor apurado, a partir do uso desta técnica na avaliação. Para tanto, utiliza-se no presente estudo o recálculo de valores de haveres de um caso verídico de perícia judicial, partindo do cálculo do respectivo valor de negócio pelo método do MVA[®], de forma comparativa aos cálculos produzidos pela perícia oficial e pelas partes do processo.

Assim, tendo como ponto de discussão as metodologias utilizadas para avaliação de empresas em apuração de haveres, se estabelece a questão que norteia esta pesquisa, sendo: a metodologia de avaliação MVA[®] seria uma alternativa válida aos métodos de avaliação de haveres normalmente utilizados nas demandas judiciais?

Esta pesquisa se justifica, em complemento às pesquisas já feitas sobre avaliação de sociedades, com foco específico em perícias contábeis e em processos judiciais de apuração de haveres, ampliando a possibilidade de contribuição do arcabouço das teorias de finanças e da teoria da avaliação patrimonial e do lucro, com vistas a dar subsídios para melhor definição de parâmetros de análise de avaliação de empresas em disputas judiciais.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

No âmbito de avaliação de sociedades, diversos são os métodos para mensuração de valor, dentre os mais comuns estão os que têm enfoque patrimonial e os que buscam conexão com valor de mercado.

2.1 Avaliação de Empresas em Processos de Apuração de Haveres

Numa necessidade de averiguação de valor de um negócio para fins de dissolução parcial, não consensual da sociedade, faz-se necessário a apuração de haveres que, no âmbito de um processo judicial, seriam o valor residual periciado da parcela do sócio que requereu a sua parte e saída da sociedade.

Segundo Ornelas (2003), a apuração de haveres é o procedimento judicial que tem como objetivo a apuração do valor das quotas societárias de sócio dissidente, excluído ou morto, sendo este trabalho de avaliação feito por um perito contador. Da mesma forma, Sá (2004, p. 95) destaca ainda que, na apuração de haveres, devem ser escrutinados os créditos e débitos dos sócios, o valor do patrimônio líquido e as expectativas de lucros da sociedade,

estando em processo de continuidade, ou as expectativas de realização de ativos para empresas em processos de descontinuidade.

A avaliação de empresas é um procedimento técnico de mensuração do valor justo de um negócio, podendo partir, dentre outras abordagens, tanto dos saldos de balanços patrimoniais como do potencial do ativo em gerar resultados futuros, com vistas a dar suporte em processos de compra e venda de empresas, de fusão/cisão ou incorporação e de dissolução parcial de sociedades, bem como de abordagens de decisão de investimentos. A avaliação de empresas pode também apoiar procedimentos de mensuração de haveres em processos judiciais de dissolução de negócios

De acordo com sua complexidade, não haveria uma única metodologia de avaliação de sociedades que tivesse unanimidade entre teóricos e prática no mercado. Para Damodaran (1997), inexisteria um método classificado como o melhor para avaliação de empresas. A melhor escolha então dependeria do cenário específico e de uma variedade de características do ativo ou empresa avaliada. Em sentido semelhante, Martins et al (2001) destacam não existir tal inequívoca fórmula absoluta.

No âmbito dos processos judiciais, a apuração de haveres será realizada profissional habilitado para o exercício da função, sendo um *expert* nomeado pelo juiz, conhecido como perito judicial. Este profissional, conforme Tibúrcio Silva (2008), apud Caríssimo (2014), deve considerar pressupostos contábeis para melhor avaliar os haveres, a saber: (i) avaliar se o resultado do seu trabalho afetará a continuidade da empresa; (ii) respeitar o princípio da entidade; (iii) busca da representação fidedigna do valor da empresa; (iv) fundamentação técnica; e (v) por fim, a neutralidade e verificabilidade dos procedimentos adotados nos trabalhos periciais, as quais se destacam pela necessidade da imparcialidade na produção e de discussão dos resultados do seu trabalho.

2.2. Métodos de Avaliação de empresas

O objetivo da avaliação de empresas é mensurar o valor da organização de acordo com determinadas características da empresa, que serão determinantes para a escolha do método pertinente à avaliação, tais como a continuidade do empreendimento, qualidade dos ativos, negociações semelhantes, posição de mercado, entre outras.

Cornell (1994) ressalta que os modelos de avaliação de empresas mais difundidos são a avaliação pelo valor contábil ajustado; a avaliação de ações e dívidas; a avaliação por múltiplos de mercado; a avaliação pelo fluxo de caixa descontado e a avaliação por opções reais. Como reforço, Martelanc, Pasin e Pereira (2010) indicam que as mais utilizadas metodologias de avaliação de empresas são: método contábil/ patrimonial; método do fluxo de caixa descontado; método dos múltiplos ou avaliação relativa; método de EVA/MVA.

Dentre as abordagens pertinentes à avaliação de empresas, para fins do presente estudo serão conceitualmente destacados:

- a) Balanço de determinação;
- b) Avaliação pelo método do fluxo de caixa descontado;
- c) *Goodwill* e métodos de criação de valor;
- d) MVA – Valor de mercado adicionado

2.2.1. Balanço de Determinação

Segundo Ornelas (2003), o balanço de determinação é um tipo de balanço especial elaborado em uma data específica, no qual os elementos patrimoniais são avaliados a valor de mercado, sendo utilizado como ferramenta de determinação do valor dos haveres para um sócio retirante da sociedade ou falecido. Sendo assim, o balanço de determinação não é

propriamente um método de avaliação de empresas, tendo como função primordial a evidenciação da posição patrimonial da empresa, com os devidos ajustes, em uma data determinada. Além disso, o mesmo autor elucida que o balanço de determinação deve ser considerado o inventário físico e contábil, os ativos intangíveis e todo o passivo.

Perez e Famá (2004) destacam o que consta da súmula nº 265 do Supremo Tribunal Federal (STF), *in verbis*: “Na apuração de haveres, não prevalece o balanço não aprovado pelo sócio falecido ou que se retirou”. Desta feita, importante esclarecer que o juiz determinará que a apuração de haveres será realizada perito judicial nomeado pelo juiz, com conhecimento técnico para exercer tal função, na medida que realizará uma perícia nos documentos entregues pelas partes, com o objetivo de levantar o balanço de determinação.

O balanço de determinação pode ser contraposto pelas partes, caso se entenda que há elementos estranhos ou registros incorretos, tudo para reforçar o contraditório e auxiliar o juiz a firmar convicção para que tenha a resolução do litígio.

Em sintonia, Santos (2011) aponta o cerne da diferença entre o balanço patrimonial face ao balanço de determinação, sendo os critérios para a mensuração de cada um dos elementos patrimoniais. Ao passo que os elementos registrados no balanço de determinação devem ser ajustados pelo seu valor corrente, valor de saída, valor presente, valor de mercado, entre outros. Diferentemente do balanço de patrimonial, que mantém seus registros a valores históricos.

2.2.2. Avaliação pelo Método do Fluxo de Caixa Descontado

Segundo Assaf Neto (2009), o método de fluxo de caixa descontado possui o maior rigor conceitual e coerência com a teoria moderna de finanças. O método é um dos métodos mais utilizados para a avaliação de empresas.

Martelanc, Pasin e Pereira (2010) expõem que o valor da empresa pode ser determinado pela mensuração dos fluxos futuros de caixa, projetados, descontados pela taxa que melhor represente o risco do negócio, e acrescido do valor monetário pelo tempo. Outrossim, Cunha (2011) elucida que a avaliação pelo fluxo de caixa descontado leva a efeito os preceitos primários do processo de valoração, quais sejam, avaliação da taxa de desconto, a exposição ao risco e a projeção de fluxos de caixa futuros.

Sob a ótica contábil, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), em seu pronunciamento nº 46 (Mensuração do Valor Justo), determinou a possibilidade de aplicação da metodologia de fluxos futuros de caixa descontados, e trazidos a valor presente, com o objetivo de melhor representar a mensuração do valor justo receitas registradas. Diante disso, destaca-se que o método colima a mensuração do valor dos ativos objeto, com base na capacidade destes ativos de reverter fluxos de caixa para a empresa.

2.2.3. Goodwill e métodos de criação de valor

Martins (2001) elucida, de maneira concisa, que o goodwill pode ser entendido como a diferença (resíduo) existente quando comparado o valor dos elementos patrimoniais ajustados individualmente e o valor global da empresa.

Em se tratando de métodos de avaliação, Muller e Teló (2017) afirmam que, quando a avaliação tiver como base o goodwill, a abordagem será um *mix* de avaliação estatística dos ativos e mensuração do valor pela geração de fluxos de caixa futuros, o que resulta em um modelo de estimativa do valor líquido dos ativos acrescidos dos valores de lucros futuros.

Ornelas (2000) descreve há diversos métodos de cálculo do goodwill e também que há diversos tipos de goodwill, sendo classificados de acordo com sua origem. Além disso, explora os aspectos que causam polêmicas na discussão do goodwill, sendo a dificuldade de

determinar a potencialidade de geração dos ativos, o que, por certo, não seria uma problemática teórica, mas, sim, prática.

Em adição ao quanto exposto, Caríssimo, Barbosa, Peleias e Moreira (2009) destacam que a apuração de haveres está fundamentada na teoria da contabilidade e das finanças, de modo a oferecer informação útil para a tomada de, quanto ao valor justo da empresa, pelo magistrado.

2.2.4. MVA® – Market Value Added

O MVA® - *Market Value Added* (Valor de Mercado Agregado) é uma ferramenta conceitual elaborada pela consultoria americana Stern Stewart para aferir o quanto há de valor agregado ao capital investido na companhia, consubstanciando-se, dessa forma, como método de avaliação de empresa.

Segundo Assaf Neto (2003, p. 177), a medida de valor agregado pelo mercado (MVA®) reflete a expressão monetária da riqueza gerada aos proprietários de capital determinada pela capacidade operacional da empresa em produzir resultados superiores ao seu custo de oportunidade. Reflete, dentro de outra visão, quanto a empresa vale adicionalmente ao que se gastaria para repor todos os seus ativos a preços de mercado.

A avaliação do capital de terceiros a valor de mercado é feita por meio do desconto do fluxo futuro de juros e amortizações de cada empréstimo à taxa de juros vigente no mercado na data da avaliação.

2.3. Legislação nacional vigente a respeito da avaliação de haveres para fins processuais

Na presente legislação nacional, de acordo com o reeditado Novo Código de Processo Civil, Lei Federal nº 13.102 de 2015, num processo não consensual de dissolução da sociedade, deve o juiz atentar para existência ou não de forma de determinação já prevista no Contrato Social da sociedade e, em se tratando de inexistência de forma, o juiz deve solicitar que um perito faça a devida mensuração de valor da sociedade tendo como base a delimitação do Balanço de Determinação, conforme os artigos 606 e 607 da citada lei:

Art. 606. 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.

Art. 607. A data da resolução e o critério de apuração de haveres podem ser revistos pelo juiz, a pedido da parte, a qualquer tempo antes do início da perícia.

Sendo assim, caberia ao perito estabelecer a mensuração de valor mediante técnica fundamentada, que suporte o juiz para sua tomada de decisão, podendo inclusive esta ser discutida entre as partes e decidida por fim pelo juízo.

2.4 Pesquisas sobre o tema de avaliação de sociedades

A seguir, na Tabela 01. apresenta-se um conjunto de artigos por meio do qual se pode observar que eles se concentram em tipos existentes e usos já feitos das avaliações de negócios em mensuração de haveres de sociedade em processos judiciais.

Tabela 1: Histórico de pesquisas anteriores sobre avaliação de sociedades

Temas	Resumo/destaque	Referências
Métodos de avaliação de negócios	Impossibilidade de se caracterizar a existência de um melhor método para avaliar uma sociedade. A preferência de um método a ser utilizado dependerá de cenário específico e de uma variedade de aspectos do patrimônio da empresa avaliada.	Damodaran (1997)
Teoria da avaliação patrimonial e do lucro	A Teoria da Avaliação Patrimonial e do Lucro como norteamento para avaliação de sociedades em marcha, condicionando as avaliações em função de características patrimoniais da entidade e de sua capacidade em gerar lucros acima do que pode ser considerando normal.	Ornelas (2000)
Processo de apuração de haveres sob ótica financeira e contábil	Consideração de que os ativos da sociedade podem ser avaliados tendo como princípio básico os bens patrimoniais, ou seja, a valores de entrada ou por valores de saída, ressaltando-se que sociedades em descontinuidade e sem perspectivas futuras devem ser avaliadas pelo seu valor de liquidação, diferentemente, ocorrendo a continuidade, a base para a avaliação é a capacidade do empreendimento em gerar benefícios futuros à empresa, podendo-se inferir sobre a interdisciplinaridade entre finanças e contabilidade no processo de apuração de haveres.	Martins et al. (2001)
Complexidade nos Processos de avaliação de empresas	Observância da existência de um aumento da complexidade das operações relacionadas com avaliação de empresas, com variáveis requeridas para análise antes da tomada de uma decisão, que passa a ser, cada vez mais, difícil de ser tomada, uma vez que a inovação financeira, a abertura dos mercados e a liberalização da circulação de capitais fazem com que a determinação dos preços não seja afetada apenas pelos fatores domésticos, o que resulta numa maior complexidade dos processos de avaliação.	Müller e Teló (2003)
Métodos de avaliação de empresas – impacto do fluxo de caixa descontado na mensuração do Balanço de Determinação	Pesquisa dos métodos de avaliação de empresas, com abordagem das principais metodologias, em especial o processo de avaliação pelo do fluxo de caixa descontado e o Balanço de Determinação, de acordo a Teoria de Finanças. Ressaltaram o avanço na jurisprudência quanto ao reconhecimento do <i>goodwill</i> , o que valoriza a metodologia de apuração de haveres, embora ainda pelo Balanço de Determinação, mas sendo corrigidas algumas limitações.	Perez e Famá (2004)
Dinâmica e evolução nos serviços de avaliação de empresas	Constatação de uma evolução e tendência no que se refere à necessidade de serviços de avaliação mais criteriosos em todo o mundo, visualizando um futuro promissor para a avaliação de empresas em função dessa dinâmica do mercado e como contribuição na solução de litígios. Apontam como um desafio o desenvolvimento de uma classe profissional de avaliadores nas economias emergentes, como também, a título de interesse público, que os governos deveriam cuidar para que os processos de avaliação (nesse caso apuração de haveres) sejam de boa qualidade em todos os foros, pois em tais ações os peritos avaliadores têm um papel importante na defesa do usuário da informação.	Gilbertson e Preston (2005)
Adequação de técnicas mais usuais de avaliação de empresas em perícias realizadas em cinco laudos	Análise da propriedade e adequação das técnicas mais usuais de avaliação de empresas utilizadas em perícias contábeis mediante o estudo de cinco laudos periciais. Esses pesquisadores encontraram diversas falhas na elaboração dos laudos que vão contra as bases teóricas de finanças e concluíram que há ainda muito a pesquisar e oferecer ao meio profissional, como forma de melhorar a qualidade dos trabalhos apresentados.	Mondandon, Siqueira e Ohayon (2008)

Temas	Resumo/destaque	Referências
Atitudes destacadas ao perito nos serviços de avaliação de empresas	Destques às atitudes que o perito contador ou o avaliador deve manter na elaboração dos laudos de avaliação de empresas, tais como a completa neutralidade, a verificabilidade dos cálculos e procedimentos efetuados, como também minimizar da melhor forma possível a assimetria de informação para com as partes do processo judicial, como também para com o juiz.	Tibúrcio Silva (2008)
Métodos de avaliação de empresas na apuração de haveres	Constatação de que na apuração de haveres não existiria melhor método senão aquele que mais se adapta à realidade da empresa a ser avaliada, com intuito de buscar solucionar, de modo mais justo possível, o litígio objeto da avaliação. O balanço de determinação avalia os ativos líquidos individualmente ao valor de mercado, enquanto o fluxo de caixa descontado pode avaliar o conjunto patrimonial como um todo, revelando a efetiva capacidade de geração de lucros.	Martins (2008)
Metodologia Multicritério de Apoio à Decisão (MCDA), para uso de método Fluxo de Caixa Descontado na incorporação de variáveis qualitativas e subjetivas inerentes ao avaliador.	Constatação de que os métodos tradicionais de avaliação de empresas poderiam ser limitados, cuja abordagem é meramente quantitativa, uma vez que não abordam por completo aspectos qualitativos e subjetivos, bem como os dados quantitativos são carentes de informações precisas e transparentes. Levando em conta este problema, os autores citados sugeriram um conjunto de métodos e técnicas, baseado em emprego de Metodologia Multicritério de Apoio à Decisão (MCDA), visando contribuir com o método do FCD na incorporação de variáveis qualitativas e subjetivas inerentes ao avaliador. Como consequência dessa simbiose, o valor de referência poderá conter uma multiplicidade de variáveis, permitindo que o avaliador elabore suas estratégias de negociação com maior competitividade.	Segundo Lima et al. (2010)
Metodologias que têm sido utilizadas nos processos judiciais que requeiram os procedimentos de apuração de haveres	Buscaram identificar, no site do Tribunal de Justiça de Minas Gerais (TJMG), no período de 01/11/2007 a 01/11/2012, com base no conteúdo dos acórdãos disponíveis, as metodologias que têm sido utilizadas nos processos judiciais que requeiram os procedimentos de apuração de haveres. Observaram certa preferência, ou consagração, do Balanço de Determinação pelo judiciário mineiro, contudo, não se consegue evidenciar nos acórdãos se em tal procedimento está inserida a mensuração dos ativos intangíveis e/ou do <i>goodwill</i> .	Caríssimo et al (2014)
Preferência dos peritos no uso de métodos e/ou procedimentos de avaliação de sociedades	Analisaram a preferência dos peritos contadores quanto ao emprego de diferentes métodos e/ou procedimentos de avaliação de sociedades aplicados em processos judiciais de apuração de haveres, por meio da aplicação do <i>Analytic Hierarchy Process</i> (AHP) e do Tomada de Decisão Interativa e Multicritério (TODIM). Como resultado foi evidenciada a preferência dos peritos-contadores de Avaliação pelo Balanço de Determinação com Fluxo de Caixa, em primeiro lugar, de Avaliação com <i>Book Value</i> , em segundo e, por último, de Avaliação pelo Balanço de Determinação com <i>Goodwill</i> .	Cleidinei et al (2016)

Observa-se que nenhum deles avalia comparativamente o valor de uma organização com base em modelos que utilizem o MVA®. Por esta razão, este trabalho torna-se inovador, pois permite a inserção de uma abordagem que leve em conta métodos de apoio à decisão já consagrados na literatura de pesquisa operacional, como o MVA®, hipótese esta que, na presente pesquisa, se buscará testar, a partir do recálculo de haveres de um processo judicial.

3. METODOLOGIA

Neste relato técnico tem-se por objetivo analisar a metodologia de valoração MVA® em contraposição aos métodos utilizados para resolução de lides no âmbito do poder judiciário. A pesquisa pode ser considerada como descritiva, aplicada, quantitativa, e *post facto*, realizada por meio de uma análise documental e um processo de recálculo. O presente

trabalho também teve uma abordagem qualitativa, pois buscou avaliar qualitativamente a utilização e confrontação de diferentes metodologias de cálculo. (Martins & Theophilo, 2007)

Para uma melhor análise, os dados esmiuçados decorrem de um litígio que culminou na dissolução parcial de uma empresa, com pedido pelo Autor da ação que fosse definido em juízo qual seria o *quantum* a ser pago pela sua participação na empresa. Os dados do processo, por ser discutido na justiça comum, sem requerimento de sigilo de justiça, são de domínio público não havendo óbice para a sua utilização. No entanto, optou-se pelo sigilo das partes envolvidas, por não ser necessária a exposição. Apenas os dados financeiros e as metodologias adotadas foram utilizadas para fins de agregação de conhecimento quanto à prática das métricas abrangidas pela literatura financeira/contábil.

Na lide que serviu de base para o presente trabalho, o juiz proferiu sua decisão, acolhendo o pedido do Autor (sócio retirante), para que se reconhecesse o seu direito mediante dissolução parcial empresa, com o fim específico de considerar qual o “patrimônio líquido existente na data do trânsito em julgado desta sentença ...”.

Destarte, a determinação judicial definiu que os haveres devem ser apurados a partir do patrimônio líquido, apurado por balanço de determinação em data específica. Registre-se, a decisão liquidanda não definiu que *goodwill* deveria ser calculado, porém a jurisprudência brasileira já reconhece que este ativo intangível ser apurado para fins de cálculo do valor da empresa.

A metodologia converge com a motivação do presente estudo, vez que o que se busca com a construção de um empreendimento deve ser, efetivamente, a busca da maximização o valor do capital investido. Esta hermenêutica está em harmonia com Ehrbar (1999), que externa que as empresas devem buscar a maximização do MVA®, ao invés do seu valor de mercado, vez que o capital investido deve ser levado em consideração.

Para que se investigasse o que fora proposto, utilizou-se a formulação do EVA® exposta por Assaf Neto (2014, p. 116) a partir do lucro operacional, o NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes* - lucro operacional líquido após os impostos), como segue:

$$\text{EVA}^{\circledR} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} \times \text{INVESTIMENTO})$$

Em que,

NOPAT = Lucro operacional líquido após os impostos

WACC (*Weighted Average Capital Cost*) = Custo Médio Ponderado do Capital

INVESTIMENTO = Capital investido (dívidas adicionadas do patrimônio líquido)

Aqui cabe fixar a conceituação de custo de capital, que, de acordo Young e O’ Byrne (2003) seria a taxa de retorno exigida pelo provedor do capital espera receber, para que se invista em um projeto, ativo ou empresa, com risco comparável, sendo assim, o custo de capital seria o custo de oportunidade.

Nesta esteira, o IPART (2012) destaca que o WACC é o custo para classes de capital (terceiros e próprio), ponderado para levar em consideração a parcela relativa de dívida e patrimônio na estrutura de capital total.

Uma medida desempenho importante é conhecida como ROI (*Return on Investment* – retorno sobre o investimento), que avalia a geração do resultado (lucro operacional) em comparação com o custo total de capital alocado no investimento, sendo uma maneira simples de elucidar se o retorno dos investimentos supera ou não o seu custo de oportunidade. Assaf Neto (2014) externa que, por vezes, pode-se adotar o ROI como um conceito de avaliação mais amplo, não se restringindo somente ao retorno do capital investido, podendo também ser empregado para se calcular o retorno do investimento de projetos e operações empresariais.

O ROI e o WACC são peremptórios para que alcance o valor do MVA®. As fórmulas foram expostas no trabalho de Bastos (2009), sendo:

$$\text{ROI} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Capital Investido}}$$

$$\text{WACC} = K_e * \left(\frac{PL}{D + PL} \right) + K_d * \left(\frac{D}{D + PL} \right) * (1 - T_c)$$

Em que,

PL = patrimônio líquido da empresa em valor contábil;

D = valor contábil das dívidas;

K_e = custo de capital próprio da empresa;

K_d = custo de capital de terceiros; e

T_c = alíquota de imposto de renda.

Por fim, para que se calcule o valor da empresa, Stewart (1991), apud por Assaf Neto (2014), descreve a fórmula do MVA:

$$\text{MVA}^{\circledast} = \frac{\text{EVA}^{\circledast}}{\text{WACC}}$$

Assaf Neto (2014) e Young e O'Byrne (2003) apontam alguns problemas da metodologia do MVA®, pois sendo, por se tratar de uma medida em ponto específico no tempo, a medida se limita à diferença entre o valor da empresa e o capital investido em uma data específica, e falha por desconsiderar os retornos (dividendos, por exemplo) já pagos.

Além disso, Young e O'Byrne (2003) destacam outra desvantagem do MVA®, pois sendo uma medida de riqueza acumulada até um ponto no tempo, o resultado somente se aplica a esta data específica, que demonstra qual foi o valor acumulado ao longo do tempo que supera o valor investido.

Destacadas estas desvantagens, presentes na literatura, impende ressaltar que estas desvantagens não afetariam o valor do MVA® em um litígio que discute o valor a ser pago por uma parcela da empresa a um sócio que se retirará. Pois, explica-se:

(i) a data específica sempre existirá nos conflitos societários, vez que o MM. Juízo deve decidir a data em que o sócio (retirante) concretiza a sua saída da empresa e como se procederão ajustes necessários para apurar a real situação financeira da empresa naquela data;

(ii) os resultados futuros não mais pertencem ao sócio retirante, entende-se, da jurisprudência, que os resultados passados, que ensejaram os resultados até o momento, seriam os únicos que poderiam integrar a avaliação patrimonial para realização cálculo do valor que deveria ser pago ao sócio retirante pela sua participação na empresa; e

(iii) A riqueza criada no tempo em que perdurou a sociedade, mesmo que não tenha sido distribuída, compõe o valor do capital investido e será distribuído quando do cálculo do valor que indenizará o sócio retirante.

Estas foram levadas a efeito para verificar se, do ponto de vista da teoria que abrange os métodos avaliação de empresa, haveria indícios para que se formasse convicção de que o MVA® poderia ser uma boa ferramenta alternativa aos métodos de valoração de empresas nas demandas litigiosas.

4. RESULTADOS OBTIDOS E ANÁLISE

A perícia, neste caso, foi deferida com o fim de verificar qual o patrimônio líquido em data específica, nada além disso. Por se tratar de demanda judicial, o perito contador nomeado pelo juiz responsável deve se concentrar naquilo que foi delimitado como escopo pericial pelo MM. Juízo, ou seja, o seu trabalho, o laudo pericial, será delimitado pelo que foi definido pelo juiz, não podendo se imiscuir nas questões de mérito e que fujam do que esteja sendo discutido nos autos do processo.

O perito judicial ultrapassou os limites delimitados pelo juiz, para realizar um cálculo alternativo. Frise-se, a apresentação de um cálculo alternativo é aceitável, porém o que foi deferido como escopo pericial não pode deixar ser deixado de lado, vez que o juiz ao deferir a perícia indica que alguns pontos ainda permanecem obscuros em seu entendimento. O perito judicial, que goza da status de *expert*, no que tange às áreas de conhecimento em finanças, contabilidade e economia deve elucidar estes pontos em auxílio ao juiz.

Diante do que foi exposto, a perícia deveria ser delineada pela apuração dos haveres com base no patrimônio líquido, o que, por certo, seria óbice à adoção da metodologia o MVA®. Entretanto, não é o caso.

O trabalho pericial esgarçou o objeto para que, por força própria, calculasse a existência de *goodwill* a partir de premissas não definidas em juízo, partindo de premissas estabelecidas por vontade própria. Nesse sentido, o presente trabalho busca demonstrar que o MVA® poderia ser utilizado metodologia como alternativa aos métodos de valoração de empresas nas demandas litigiosas, mas destaca que a metodologia pode ser utilizada para contrapor outras metodologias adotadas por peritos judiciais no âmbito judicial, colimando refutar os excessos.

Desta forma, para que se possibilite uma comparação, pormenoriza-se as metodologias adotadas para suportar os trabalhos entregues, sendo o laudo pericial produzido pelo perito judicial nomeado e os assistentes técnicos indicados pelas partes.

Para formar convicção de que, na empresa objeto de dissolução, existiria um valor de *goodwill*, o que do ponto de vista da literatura estaria correto, a perícia oficial se fundamentou na apuração de lucros anormais (acima do normal), que, segundo Hitt, Ireland e Hoskisson (1995), apud Freire, Zatta, Dalmácio, Louzada e Nossa (2005), seriam lucros superiores e/ou lucros acima da média.

A perícia oficial adotou como premissa (i) a taxa do custo de oportunidade no importe de 6,17% a.a., sendo, à época, uma remuneração de caderneta de poupança, sem correção monetária e (ii) a taxa de perpetuidade arbitrada em 12,68% a.a. Entre outros detalhes, houveram equívocos pontuais, como desconsideração dos efeitos tributários, que não serão aqui discutidos, por fugirem ao objeto deste trabalho.

Importa analisar, principalmente, a taxa de custo de oportunidade utilizada, pois, de qualquer ponto de vista, não faz senso às taxas de juros disponíveis no mercado, somente pelo fato da taxa ser equivalente à poupança, de forma alguma poderia ser utilizada para fins de cálculo como custo de oportunidade. Além disso, foi utilizado como taxa de perpetuidade o importe de 1% a.m., que resulta em 12,68% a.a., sendo um critério válido, mas sem embasamento na literatura. O cálculo com a metodologia descrita apontou a existência de *goodwill* no valor de mais de R\$ 50 milhões.

Tabela 2: Cálculo da perícia oficial

Em milhares de R\$	
ATIVO OPERACIONAL LÍQUIDO	174.875,50

TAXA DE RETORNO	6,2%
LUCRO NORMAL	10.789,82
LUCRO OPERACIONAL LÍQUIDO	17.204,54
LUCRO ACIMA DO NORMAL	6.414,72
TAXA DE PERPETUIDADE	12,7%
GOODWILL	50.589,26

Observação: Valores ajustados para a data do levantamento do balanço de determinação

Após a entrega do trabalho da perícia oficial, as partes podem se manifestar em discordância. Neste ponto, a parte prejudicada pôde confrontar a metodologia utilizada pela perícia, a fim de verificar o que foi exposto. Nesta esteira, foram trazidos à baila melhores esclarecimentos às taxas de custo de oportunidade e de perpetuidade.

Isto posto, a disputa judicial envolvia pessoas com disposição de patrimônios milionários, e, assim, o custo de oportunidade para investidores qualificados sempre atinge patamares maiores do que o CDI (Certificado de Depósito Interfinanceiro)¹, sendo os rendimentos de aplicações qualificadas a 105% do CDI, a taxa alcançada foi de 15,39% a.a. Além disso, considerando a dívida que decorreria da dissolução parcial da empresa e o custo de oportunidade de 15,39% a.a., a taxa de carregamento da dívida não poderia ser menor do que 20% da dívida, ou seja, 22,8% a.a.

Com o ajuste das métricas, não se apurou lucro acima do normal, o que evidenciou a inexistência do intangível, uma vez que, calculando-se de forma mais coerente, o *goodwill* apurado seria negativo, em mais de R\$ 70 milhões.

Tabela 3: Cálculo de manifestação ao trabalho pericial

	Em milhares de R\$
ATIVO OPERACIONAL LÍQUIDO	174.875,50
TAXA DE RETORNO	15,4%
LUCRO NORMAL	26.913,34
LUCRO OPERACIONAL LÍQUIDO	10.835,73
LUCRO ACIMA DO NORMAL	- 16.077,61
TAXA DE PERPETUIDADE	22,8%
GOODWILL	- 70.515,84

Observação: Valores ajustados para a data do levantamento do balanço de determinação

Estes foram os resultados da perícia judicial instalada. Neste contexto, a questão primordial deste relato passa a ser respondida.

O MVA® leva a efeito algumas variáveis que foram calculadas da seguinte forma:

¹ <https://www.cetip.com.br/captacao-bancaria/di#!>

- (i) O investimento total (capital investido na empresa) foi encontrado da soma do patrimônio líquido ajustado e o passivo oneroso, o resultado se faz no montante de mais de R\$ 100 milhões;
- (ii) O lucro operacional líquido após os impostos (NOPAT) foi calculado com o ajuste dos efeitos do resultado de equivalência patrimonial;
- (iii) O custo médio ponderado de capital (WACC) foi calculado pela fórmula exposta por Bastos (2009), que resultou em 12,92% a.a.

$$WACC = K_e * \left(\frac{PL}{D + PL} \right) + K_d * \left(\frac{D}{D + PL} \right) * (1 - T_c)$$

$$WACC = 16,10\% * (63,06\%) + 11,36\% * (36,94\%) * 0,66$$

$$WACC = 12,92\%$$

- (iv) O retorno sobre o investimento (ROI) foi também calculado pela fórmula exposta por Bastos (2009), que resultou em 9,83%:

$$ROI = \frac{103.985,39}{10.220,43}$$

$$ROI = 9,83\%$$

- (v) Com efeito, o EVA® foi calculado pela fórmula demonstrada por Assaf Neto (2014), que resultou em um valor negativo, o que ilustra que, até aquele momento, tinha destruído valor:

$$EVA^{\circledast} = NOPAT - (WACC \times INVESTIMENTO)$$

$$EVA^{\circledast} = 10.220,43 - (12,92\% * 103.985,39)$$

$$EVA^{\circledast} = - 3.217,24$$

- (vi) Por fim, calcula-se o MVA®, que vale para o exato momento que foi decidido que deveria ser apurado o balanço de determinação, sendo convergente com o resultado da não existência de *goodwill*, uma vez que foi apurado está negativo em mais de R\$ 24 milhões:

Tabela 4: Cálculo do valor da empresa pela MVA®

	Em milhares de R\$
INVESTIMENTO TOTAL (PL + DÍVIDAS)	103.985,39
WACC	12,92%
NOPAT	10.220,43

ROI	9,83%
EVA®	- 3.217,24
MVA®	- 24.896,11
VALOR DA EMPRESA	79.089,28

Inferese, das apurações acima expostas, que a empresa objeto de dissolução parcial destruiu valor durante sua existência, sendo apurado um valor de MVA® negativo em mais de R\$ 24 milhões, que somado ao investimento total, resulta que a empresa poderia ser avaliada em R\$ 79 milhões.

Apesar da diferença metodológica, os resultados são consistentes para indicar a inexistência de *goodwill* e um valor próximo ao valor do patrimônio líquido pelo balanço de determinação, em torno de R\$ 73 milhões, que é o valor utilizado para realizar a apuração de haveres e definir o valor a ser pago ao sócio retirante.

Sob outro prisma, o MVA® demonstrou uma vantagem, pois, na medida a riqueza apurada se faz até um ponto no tempo e o resultado somente aplicar-se-ia a esta data, o levantamento do balanço de determinação está alicerçado na mesma premissa, sendo levantado em data específica, ou seja, o que seria uma desvantagem do método, na verdade, neste caso, é uma vantagem.

5. CONCLUSÕES E CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente relato tecnológico buscou avaliar o MVA® como uma alternativa aos métodos de avaliação de empresas utilizados no ambiente judicial e extrajudicial. Para tanto, utilizou-se um caso real, decorrente de uma lide em que o autor requereu a sua retirada da sociedade por vias judiciais, a fim de que fosse apurado os haveres que deveriam ser revertidos em seu favor.

O exame dos resultados leva à conclusão de que o MVA® é uma alternativa válida e viável para a resolução de litígios societários em que a causa demanda a avaliação da empresa para que se determine o seu valor.

O caso analisado ilustrou um exemplo da sua aplicação como ferramenta para refutar a existência de *goodwill*, vez que a empresa ao invés de gerar valor, o estava destruindo. Defeso à questão de julgamento do juiz, que poderia afastar o registro do *goodwill*, somente pelo fato de que não foi este o objeto da perícia que foi realizada, ao se afirmar a existência de tal efeito econômico nos registros contábeis por metodologias que não estão alicerçadas na literatura ou em que se deixe o bom senso de lado, o dano causado poderia ser irreparável.

A adoção do MVA® como metodologia se mostrou eficaz no sentido de que ao calcular destruição do valor da empresa, tornou cristalino a inexistência de *goodwill*, que incorretamente foi calculado e poderia acarretar um dano material às partes no polo passivo da ação. Ambas as metodologias utilizadas, tanto o trabalho que discordou do cálculo da perícia oficial, quanto o cálculo pela metodologia do MVA®, obliteraram a hipótese de que algum valor de *goodwill* deveria integrar o valor do patrimônio líquido, quando do levantamento do balanço de determinação.

Com efeito, o valor de mais de R\$ 79 milhões resultante da aplicação da metodologia do MVA®, alternativa para avaliação do valor da empresa, demonstra sua congruência quando em cotejo com as metodologias que permearam o processo e ensejaram a sua resolução.

Sob outro prisma, importa apenas deixar registrado que, apesar da decisão liquidanda, não abranger o *goodwill*, a jurisprudência evoluiu nesse sentido para que este efeito fosse reconhecido na contabilidade como intangível da empresa.

Nesse diapasão, mesmo que a literatura indique como problemática do MVA®, o fato de que o seu resultado mensura a riqueza acumulada até um ponto no tempo (data específica), no caso de se utilizar a metodologia como forma de avaliar uma empresa no campo de hipótese do conhecimento jurídico, não há desvantagem para o método, vez que o que se busca nas lides de cunho societário é a outorga do direito do sócio retirante ao valor de sua participação na empresa no momento de sua retirada. Inclusive, no que tange à distribuição dos lucros gerados pela empresa, por se tratar de avaliação para fins de apuração de haveres, com propósito de remunerar o sócio, O MVA® demonstrará o valor que deverá ser pago, ao passo que, os lucros retidos farão parte do pagamento da parcela dissolvida.

Por fim, cabe aqui ressaltar que a legislação está evoluindo no sentido de que a avaliação realizada materialize o valor mais próximo da realidade financeira patrimonial da empresa, ao ponto de explicitar que os intangíveis, tal qual o *goodwill*, devem ser avaliados e compor a apuração de haveres, evidenciado pelo balanço de determinação.

6. REFERÊNCIAS

- Assaf Neto, A. (2014). *Valuation: métricas de valor e avaliação de empresas*. São Paulo: Atlas, 20.
- Assaf Neto. (2012). *Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro: comércio e serviços, indústrias, bancos comerciais e múltiplos*. Atlas.
- Bastos, D. D., Nakamura, W. T., David, M., & Rotta, U. A. S. (2009). A relação entre o retorno das ações e as métricas de desempenho: evidências empíricas para as companhias abertas no Brasil. *REGE Revista de Gestão*, 16(3), 65-79.
- BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Diário Oficial [da República Federativa do Brasil], Brasília: 1976.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2013). *Princípios de finanças corporativas*. AMGH Editora.
- Carissimo, C. R., Barbosa, R. R., Peleias, I. R., & Moreira, M. A. (2015). O Sistema de Consulta do Site do TJMG como Evidenciação das Metodologias de Avaliação de Empresas nos Procedimentos de Apuração de Haveres. *Pensar Contábil*, 17(62).
- Carissimo, C. R. (2014). "Análise da preferência dos peritos contadores quanto à escolha do método de avaliação de sociedades em perícias de apuração de haveres com base na Análise Hierárquica (AHP)."
- Comparato, F. K. (1975). *O poder de controle na sociedade anônima (Doctoral dissertation)*.
- CFC (2001) - CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. Banco de Dados. [Online]., endereço eletrônico <http://www.cfc.org.br>.
- Copeland, T.; Koller, T.; & Murrin, J.. (2000). *Avaliação de empresas: valuation*. São Paulo: Makron Books.
- Damodaran, A. (1994). *Damodaran on valuation* New York, John Wiley.
- Damodaran, A. (1997) *Avaliação de investimentos*. São Paulo: Qualitymark Editora.
- Falcini, P. (1995). *Avaliação econômica de empresas: técnica e prática*. São Paulo: Editora Atlas.
- Ehrbar, A. (1999). *EVA: Valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação da riqueza*. Qualitymark Editora Ltda.

- Famá, Rubens; SANTIAGO FILHO, Jair Luiz. Avaliação de empresas através de múltiplos: uma comparação entre as empresas do Brasil e dos EUA. Anais do V SemeAD. São Paulo, 2001.
- Freire, H. V. D. L., Zatta, F. N., Dalmácio, F. Z., Louzada, L. C., & Nossa, V. (2005). Dividendos e lucros anormais: um estudo nas empresas listadas na Bovespa. Revista Contabilidade & Finanças, 16(39), 47-67.
- Hendriksen, E. S.; Van Breda, M. F. (1999). Teoria da Contabilidade. São Paulo: Editora Atlas.
- Kayo, E. K. (2002). A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Martinez, A. L.(1999) Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação dos negócios. Anais do 23º Encontro da ANPAD. Foz do Iguaçu.
- Martins, E.. (2001). Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica. São Paulo: Editora Atlas.
- Martins, E.. (1972). Contribuição à avaliação do ativo intangível.
- Martins, G. A.;& Theóphilo, C. R.(2007). *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. São Paulo: Atlas
- Ornelas, M. M. G. de. (2001). Avaliação de sociedades. São Paulo: Editora Atlas, 2001.
- Ornelas, M. M. G. de. (2001) Balanço de determinação. Anais do XVI Congresso Brasileiro de Contabilidade. Goiânia, 2000.
- Paiva, W. P. de. (2001). Métodos de avaliação de pequenas e médias empresas. Anais do V SemeAD. São Paulo, 2001.
- Pricing, I., & Tribunal, R. (2012). *Weighted average cost of capital*.
- Rappaport, A. (1996). *Creating shareholder value*. New York, The Free Press, 1996.
- STJ (2001). SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. Banco de Dados. [Online]. Brasília, endereço eletrônico <http://www.stj.gov.br>.
- Stewart, G. B. (1991). *The quest of value*. New York: Harper Business, 1991.
- Yuong, S. D.; & O'Byrne, S.F. (2003). EVA e gestão baseada em valor: guia prático para implementação. Porto Alegre: Bookman.