

Artigo recebido em 28/09/2007 e aceito em 05/11/2007.

Trabalho classificado em 5º lugar no Prêmio Contador Geraldo de La Rocque – 2007

Avaliação de Empresas em Perícias Contábeis: um Estudo de Casos

Mabelle Martinez Montandon

Rio de Janeiro – RJ

Mestre em Ciências Contábeis – FACC/UFRJ¹

mabelle@petrobras.com.br

Jose Ricardo Maia de Siqueira

Rio de Janeiro – RJ

Professor do Mestrado em Ciências Contábeis – FACC/UFRJ¹

Doutor em Engenharia de Produção – COPPE/UFRJ²

jrms@facc.ufrj.br

Pierre Ohayon

Rio de Janeiro – RJ

Professor do Mestrado em Ciências Contábeis – FACC/UFRJ¹

Doutor em Administração – USP³

pohayon@facc.ufrj.br

Resumo

A perícia contábil consiste numa ferramenta utilizada pelo Poder Judiciário quando o objeto do processo judicial envolve questões e matérias de natureza contábil, e por este motivo necessitam da apreciação e interpretação de um contador para ser esclarecidas. O presente artigo aborda uma importante aplicação da perícia contábil, a avaliação de empresas, considerando que o processo de avaliação consiste na busca de estimar um valor justo de mercado para uma empresa, que, apesar de ter como base modelos essencialmente quantitativos, trabalha com expectativas e valores construídos, pelo menos parcialmente, em bases subjetivas, enquanto as decisões judiciais necessitam estar fundamentadas em fatos, eventos e ocorrências concretas. Neste contexto, este artigo apresenta o estudo de cinco laudos periciais, elaborados por uma empresa prestadora de serviços de perícias contábeis judiciais, analisando a propriedade das técnicas de avaliação de empresas utilizadas em situações reais e fazendo uma avaliação crítica, segundo a teoria das principais metodologias. Os resultados obtidos com a análise dos laudos periciais demonstraram a presença deste problema no cotidiano do perito contador, visto que eles apresentaram algumas falhas metodológicas, principalmente quanto à determinação de algumas variáveis dos modelos de avaliação de empresas adotados.

Palavras-chave: Perícia contábil, avaliação de empresas, perito contador, laudo pericial, modelos de avaliação.

Abstract

The forensic accounting consists of a tool used by the judiciary when the object of the proceeds involves questions and matters of accounting nature, and for this reason, need the appreciation and interpretation of an accountant to be clarified. The present study broaches an important application of forensic accounting, which is company valuation, considering that the valuation process consists in the search of the market fair value for a company, and although it is based essentially in quantitative models, it works with expectations and values constructed, at least partially, in subjective bases, while the sentences need to be based on facts, events and concrete occurrences. In this context, this work presents the study of five reports, made by a forensic accounting company, analyzing the properties of the techniques of valuation utilized in real situations, and criticizing it,

comparatively to the theory of the most known methodologies. The results reached with the analysis of the expert reports had demonstrated the presence of this problem in the daily work of the accounting expert, since the reports had presented some methodologies imperfections, mainly related to the determination of some items of the valuation models adopted.

Key Words: Forensic accounting, company valuation, forensic accountant, expert report, valuation models.

1. Introdução

A matéria que constitui os processos judiciais pode ser em grande parte apreciada pelos juízes e advogados que ali atuam. Entretanto, há situações em que, pela natureza eminentemente técnica das questões que envolvem, necessitam ser apreciados e interpretados por especialista no assunto, pois excedem a competência do Direito.

Assim, na busca de uma sentença capaz de refletir a expressão da justiça, a Lei outorgou aos juízes o direito de recorrer a um profissional de sua confiança, com conhecimento especializado na área específica sobre a qual recai a controvérsia, capaz de contribuir com sua experiência e saber, auxiliando-o. Este especialista se denomina “perito”.

Neste contexto, surge o papel do perito contador, chamado a atuar para auxiliar a Justiça quando o objeto do litígio envolver questões e matérias de natureza contábil.

Dentre os diversos encargos passíveis de atribuição ao *expert* contábil, encontra-se a tarefa de avaliar empresas, que, conforme destaca Alberto (2002):

“Esta é, se não a principal, uma das mais importantes aplicações da perícia contábil, pois que se inserem os haveres no próprio objeto da contabilidade, o patrimônio, e, naturalmente, o grande fator determinante dos dissídios individuais ou coletivos, concretos, potenciais ou latentes, se fundam, certamente, nos haveres de uma entidade (física ou jurídica)”.

Entretanto, a avaliação de empresas para fins judiciais não é tarefa fácil, e diversos fatores influenciam neste problema. Assim, podem-se citar, dentre outros:

- Grande parte das avaliações envolve empresas de pequeno e médio porte, as quais não atribuem a devida importância à sua contabilidade, e não raras vezes sequer a possuem;
- A avaliação de empresas em um ambiente litigioso traz inúmeras incertezas, visto que as partes se encontram em discórdia, pleiteando por seus interesses, e podem omitir dados e informações preciosas para a avaliação, visando ao benefício próprio;
- Processos de avaliação de empresas utilizam expectativas e valores construídos, ao menos parcialmente, em bases subjetivas; já as decisões judiciais necessitam estar fundamentadas em fatos, eventos e ocorrências objetivas;
- Escassez de trabalhos acadêmicos que tratem das peculiaridades do assunto avaliação de empresas com o enfoque pericial-contábil.

Não obstante a complexidade do cenário e as dificuldades encontradas, o perito terá de cumprir seu encargo e elaborar o laudo pericial, revelando a essência acerca do que se discute, e suprindo a justiça com as informações de que necessita para esclarecer as dúvidas levadas a seu conhecimento.

O presente artigo buscará analisar a propriedade e adequação da utilização das técnicas mais usuais de avaliação de empresas em perícias contábeis mediante o estudo de cinco laudos periciais.

2. Metodologia

Com base na classificação proposta por Vergara (1997), a pesquisa em questão é exploratória quanto a seus meios, e descritiva quanto aos seus fins. Ainda considerando a classificação proposta por Vergara (1997), quanto aos meios, foram empregadas as técnicas de pesquisa classificadas como bibliográfica e estudo de caso.

Quanto à escolha dos casos e método de coleta dos dados, optou-se por realizar um estudo de múltiplos laudos judiciais contábeis cujo objetivo da designação da perícia fosse a avaliação de empresas.

Assim, selecionou-se para este estudo uma única empresa prestadora de serviços de perícias contábeis, atuante em diversas varas cíveis do Estado do Rio de Janeiro, à qual foram requeridos os arquivos documentais correspondentes aos laudos periciais elaborados no período compreendido entre setembro de 2003 e setembro de 2005, designado para o estudo.

Foram selecionados os laudos cujo objetivo era a avaliação de empresas, independentemente da finalidade dela. Cinco laudos enquadraram-se nas especificações predeterminadas.

Cada Laudo foi analisado individualmente sob o ponto de vista de quem lê o laudo entregue em juízo, ou seja, apenas com as informações constantes dele e seus anexos. Em seguida, é descrita a metodologia de avaliação adotada pelo perito, e finalmente é feita uma análise crítica das técnicas utilizadas na avaliação, confrontando-as com a teoria.

Ao final de cada caso, foi elaborado um quadro-síntese contendo os aspectos críticos que podem afetar o valor dos ativos avaliados, sendo divididos em:

- Omissões: não forneceu elementos suficientes para se construir o julgamento da avaliação realizada, podendo ocultar inclusive valores construídos arbitrariamente, que afetem a avaliação do ativo; e

- Inconsistências: utilização de procedimento inapropriado aos objetivos a que se propõe.

Devido às limitações inerentes ao estudo de caso, como o fato de não permitir generalizações para o universo, independentemente do número de casos estudados (Yin, 1989), este estudo se propõe a entender as situações práticas envolvendo o tema e avaliá-las criticamente sem, no entanto, inferir sua extensão para os demais laudos periciais já elaborados sobre o assunto.

Outra limitação deste estudo é que somente os laudos e os seus anexos foram disponibilizados para a pesquisa, do mesmo modo como são entregues ao juiz. Assim, não se obteve acesso aos documentos que foram utilizados pelo perito para proceder às avaliações, exemplificando: livros contábeis, extratos bancários, declarações de impostos, entre outros documentos.

3. Perícia Contábil

Magalhães *et al* (1995) conceituam perícia como um trabalho de notória especialização feito com o objetivo de obter prova ou opinião, e acrescentam que se destina a orientar uma autoridade formal no julgamento de um fato.

O conceito perícia contábil está necessariamente ligado ao conceito geral de perícia, visto que a adjetivação apenas designa a matéria sobre a qual a perícia recairá, ou em qual área do conhecimento humano irá atuar.

Conforme ressalta Crepaldi (2002), a contabilidade nasceu da necessidade de controlar o patrimônio. Independentemente das diferentes definições atribuídas à contabilidade, todos os conceitos convergem em seus enunciados para o controle do patrimônio através das informações. Desta forma, o objeto da contabilidade é o patrimônio das entidades econômico-administrativas, que a contabilidade estuda, analisa e controla, registrando e informando sobre as mutações qualitativas e quantitativas ocorridas.

Alberto (2002) afirma que, uma vez definido o objeto da Ciência Contábil, qual seja, o patrimônio, é possível inferir que a perícia será de natureza contábil sempre que recair sobre elementos objetivos, constitutivos, prospectivos ou externos, do patrimônio de quaisquer entidades.

O Conselho Federal de Contabilidade, pela Resolução número 858 de 21 de outubro de 1999, que reformulou o teor da NBC T 13, conceitua perícia contábil como o conjunto de procedimentos técnicos e científicos destinado a levar à instância decisória elementos de prova necessários a subsidiar a justa solução do litígio, mediante laudo pericial contábil e/ou parecer pericial contábil, em conformidade com as normas jurídicas e profissionais, e a legislação específica no que for pertinente.

Embora a ênfase se dê em relação à atuação judicial da prova, a perícia se reporta a uma instância decisória qualquer, em juízo ou fora dele.

Assim, a perícia contábil tem por objetivo geral a constatação, prova ou demonstração da verdade real sobre seu objeto. É através do laudo pericial que o conhecimento do *expert* é transferido para o ordenamento da instância decisória, judicial ou extrajudicial.

Para Zarzuela *et al* (2000), o laudo pericial é documento processual de interesse judiciário, o qual consiste na exposição minuciosa, circunstanciada, fundamentada e ordenada das apreciações e interpretações realizadas pelo perito, que oferecerá ao juiz subsídios para a formação de seu convencimento.

É no laudo pericial que se encontra por escrito o pronunciamento ou manifestação do especialista sobre suas conclusões a respeito do assunto controvertido, ou sobre o qual haja dúvida, submetido à sua apreciação, conforme escreve Sá (1994), ou seja, o laudo pericial é o produto final do trabalho do perito, é esta peça que será entregue pelo perito ao juiz, para auxiliá-lo na solução do contraditório.

Como destaca Moura (2002), o laudo pericial é presumivelmente verídico, somente admitindo contestação quando existir prova em contrário ou quando for incoerente.

Assim, o laudo pericial deve ser fundamentado, devendo apresentar os subsídios técnico-científicos para que haja uma indelével apreciação jurídica e pleno entendimento do juiz no momento da sentença, como ressaltam Manoel e Ferreira Júnior (2005).

Deste modo, a responsabilidade do perito, em sua função de auxiliar da justiça, está evidenciada pela influência que o laudo pericial pode exercer sobre uma sentença. Portanto, como afirma Alberto (2002), o perito deve agir conscientemente, conduzindo seu trabalho com rigor científico, buscando encontrar a verdade demonstrável cientificamente.

4. Avaliação de Empresas

Segundo Martins *et al* (2001), ao se avaliar uma empresa, o objetivo é alcançar o valor justo de mercado, ou seja, aquele que representa, de modo equilibrado, a potencialidade econômica de determinada companhia.

Contudo, conforme resalta Pasin (2004), o valor de um negócio só é efetivamente definido ao fim do processo de negociação entre o comprador e o vendedor. O “valor justo” de uma empresa, determinado pelos processos de avaliação, representa apenas o valor potencial de um negócio em função da expectativa de geração de resultados futuros, pois cada agente pode atribuir valor a uma empresa segundo suas próprias premissas.

Sendo assim, como a utilidade atribuída a um bem por um indivíduo não pode ser objetivamente mensurada, não se consegue fugir de certa subjetividade na determinação de valores de ativos.

Nenhum modelo de avaliação é capaz de fornecer um valor preciso, único e inquestionável para uma empresa, mas sim uma estimativa, pois, apesar de tais modelos serem essencialmente quantitativos, o processo de avaliação contempla também aspectos subjetivos. Não existe um valor correto para um negócio, já que cada agente pode possuir uma percepção diferente perante um empreendimento.

Vários são os modelos de avaliação de empresas existentes na literatura de finanças, os quais podem ser utilizados em conjunto ou separadamente. Sua escolha deve considerar o propósito da avaliação e as características próprias do negócio a ser avaliado.

A avaliação de uma empresa pode partir de dois pressupostos: a continuidade; ou a descontinuidade dela.

4.1. Modelos patrimoniais

Os modelos patrimoniais de avaliação normalmente são utilizados em situações específicas, quando se tem interesse nos ativos da empresa, e não no potencial de geração de resultados futuros que estes ativos representam, como, por exemplo, para determinar o valor de liquidação de uma organização em falência ou em concordata.

Martins *et al* (2001) definem o modelo de avaliação patrimonial contábil como aquele baseado na diferença entre os ativos e os passivos exigíveis, mensurados conforme os princípios contábeis tradicionais. Apesar de esta abordagem ser simples e fácil de ser aplicada, diversos fatores dificultam a utilização deste método como indicador efetivo do valor econômico da empresa. Perez e Famá (2002) destacam os seguintes:

- Os ativos normalmente estão registrados a valores de entrada e não de saída;
- A contabilização de acordo com o regime 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; e,
- Existem operações que não são registradas nas demonstrações contábeis tradicionais, e que são muito relevantes para apuração do valor econômico de uma empresa.

Assim, este modelo só é válido para situações muito específicas, em que os valores dos itens patrimoniais mensurados pelos princípios contábeis não divergem muito de seus valores de mercado e o *goodwill* não representa valor significativo.

Já na abordagem da avaliação patrimonial pelo mercado, conforme definem Martins *et al* (2001), os ativos e passivos exigíveis são mensurados com base no valor de mercado de seus itens.

Embora este modelo seja válido para um número maior de situações que o modelo de avaliação patrimonial contábil — pois, por considerar valores de saída, se aproxima mais do valor econômico de mercado —, também desconsidera o valor do *goodwill* da empresa, bem como os benefícios futuros que o conjunto dos ativos e passivos seria capaz de gerar.

Famá e Leite (2003) destacam ainda que é necessário lidar com o grande desafio na aplicação deste método, que é a medição do valor de mercado dos ativos permanentes.

4.2. Método dos múltiplos

O método da avaliação relativa — no qual se inclui o modelo baseado em múltiplos — baseia-se na idéia de que ativos semelhantes devem ter preços semelhantes, assim, pressupõe que o valor de uma empresa pode ser estimado em função dos múltiplos de outras empresas que apresentem características semelhantes.

De acordo com Martelanc *et al* (2005), o valor da empresa *A* dividido por um indicador de referência — que pode ser o lucro dessa empresa — gerará um múltiplo que pode ser aplicado ao lucro da empresa *B* para se obter seu valor. Com isso, é possível avaliar uma empresa encontrando outra empresa semelhante que tenha sido negociada recentemente, ou mediante a comparação com os valores de mercado das empresas de capital aberto.

Além da necessidade de poucas informações, Martelanc *et al* (2005) destacam como vantagens a simplicidade e a rapidez na precificação de novas informações. As desvantagens, segundo os autores, são: não considera a diferença nos fundamentos das empresas comparáveis; é impactado pela qualidade limitada das informações; não considera as especificidades de cada transação; é afetado quando o setor inteiro está super ou subavaliado.

Segundo Pasin (2004), os principais tipos de múltiplos são: múltiplos de lucro líquido; múltiplos de EBIT, EBITDA, fluxo de caixa para a empresa e fluxo de caixa para o acionista; múltiplos de valor patrimonial; múltiplos de receitas; e múltiplos específicos.

Pasin (2004) concluiu, através de seu estudo, que não há um consenso sobre como se devem escolher empresas comparáveis; quais características as empresas devem possuir em comum para serem consideradas comparáveis; e que múltiplos utilizar para avaliar empresas.

Este fato dá margem a uma possibilidade de manipulação muito grande, capaz de justificar qualquer valor para a mesma empresa. Neste sentido, Damodaran (2006) afirma que um analista

tendencioso poderá escolher um grupo de empresas comparáveis que confirme suas pressuposições sobre o valor de uma empresa.

Devido a suas limitações, diversos autores consideram este método útil quando utilizado como complementar outras abordagens. Benninga e Sarig (1997) apelidam a avaliação por múltiplos como o teste “psicológico” para o resultado de outras técnicas, no sentido de que servem mais para validar outros métodos (como o do fluxo de caixa descontado, por exemplo) do que como a principal forma de medir o valor de uma empresa.

Segundo Pasin (2004), o principal múltiplo de lucro líquido é o preço/lucro. O inverso — lucro/preço — é uma das mais populares medidas de avaliação de rendimento do título.

4.3. Método do fluxo de caixa descontado

O método da avaliação por fluxo de caixa descontado tem sua fundamentação no conceito de finanças de valor presente, que, conforme definição de Brigham e Weston (2000), significa o valor hoje de um fluxo ou de uma série futura de fluxos de caixa.

De acordo com Damodaran (2006), o valor da empresa pode ser determinado pelo fluxo de caixa projetado, descontado por uma taxa que reflita o risco associado ao investimento. As cinco principais variáveis para a avaliação de empresas por este modelo, conforme mencionam Martins *et al* (2001), são:

- Fluxo relevante de caixa: uma empresa vale aquilo que consegue gerar de caixa no futuro;
- Período de projeção: o fluxo de caixa deve ser projetado para um espaço de tempo que permita sua previsão com razoável confiança;
- Valor da perpetuidade ou residual: os fluxos de caixa não cobertos pelo período de projeção devem ser quantificados;
- Condições de endividamento financeiro; e
- Taxa de desconto: a taxa de juro usada para descontar fluxos de caixa ao seu valor presente deve ser aquela que melhor reflita o custo de oportunidade e os riscos.

Para a avaliação de empresas por fluxo de caixa descontado, Damodaran (2006) propõe dois caminhos: o primeiro é avaliar apenas a participação do acionista no negócio, o segundo é avaliar a empresa como um todo. Embora ambas as abordagens descontem fluxos de caixa esperados, os fluxos de caixa e taxas de desconto são diferentes em cada caminho.

Martins *et al* (2001) explicam que o valor econômico da empresa representa o valor presente dos fluxos de caixa operacionais providos pela empresa, independentemente de quais sejam as fontes de recursos, inclusive terceiros. Já o valor para os acionistas se restringe aos fluxos de caixa dos sócios, e representa o fluxo líquido, depois de computados os efeitos de todas as dívidas assumidas para completar o financiamento da empresa.

Consoante destacam Perez e Famá (2002), o método de avaliação de empresas através do fluxo de caixa descontado vem sendo considerado pelo mercado como o método tecnicamente mais adequado.

Entretanto, conforme pondera Damodaran (2006), não há um modelo de avaliação considerado melhor; o modelo adequado para uso em um cenário específico dependerá de uma variedade de características da empresa que está sendo avaliada:

“O modelo utilizado na avaliação deve ser adaptado para atender às características do ativo que está sendo avaliado. A infeliz verdade é que o inverso é frequentemente verdadeiro. Tempo e recursos são gastos tentando fazer com que os ativos se encaixem em um modelo de avaliação pré-especificado, ou porque ele é considerado o melhor modelo, ou porque não se pondera o suficiente sobre a escolha do modelo.”

Ressalte-se que os métodos apresentados não são mutuamente excludentes, mas sim complementares, pois cada um deles atende a determinados objetivos e análises.

É importante destacar que o perito contador deve valer-se do rigor metodológico para fundamentar seu laudo, utilizando as técnicas usuais e especiais, aplicáveis à situação.

5. Análise dos Casos

5.1. Caso Restaurante

Ação cível de dissolução e liquidação de sociedade (restaurante), em que o Sócio A, insatisfeito com a co-administração do Sócio B, ajuizou ação requerendo a retirada dele da sociedade, alegando que haviam ocorrido desvios de dinheiro, demissão de funcionários injustificadamente, alteração da empresa responsável pela contabilidade sem a sua anuência, entre outros motivos. O juiz proferiu sentença em que determinou a retirada do Sócio B.

5.1.1. Análise do Caso Restaurante

A metodologia utilizada pelo perito para avaliação foi uma “adaptação” do modelo de fluxos de caixa descontados, mas, em vez de fluxos de caixa, o perito descontou fluxos de lucro líquido contábil.

Entretanto, o lucro líquido contábil se fundamenta no formato exigido pela legislação e, por isso, não representa os fluxos de caixa. Na abordagem de avaliação por fluxos de caixa descontados, o que importa é a capacidade de **geração de caixa** do ativo.

De outro lado, na análise de regressão, usou apenas quatro anos, nos quais os lucros apresentaram forte oscilação; assim, não há como projetar uma tendência linear, pois pode não existir correlação entre os pontos, e a regressão perde seu poder de previsão.

De acordo com esta abordagem de avaliação, cinco variáveis principais devem ser determinadas: o fluxo relevante de caixa, o período de projeção, o valor residual, as condições de endividamento e a taxa de desconto.

Para a determinação dos fluxos de caixa, deve-se primeiramente definir se o que se almeja é encontrar o valor da empresa, ou o valor para o acionista. No caso em tela, o objetivo é o valor para o acionista, pois, conforme mencionado na revisão de literatura, este se restringe aos fluxos de caixa dos sócios, representando o fluxo líquido, depois de computados os efeitos de todas as dívidas.

Assim, devem-se descontar os fluxos de caixa do acionista esperados, ou seja, os fluxos de caixa residuais após dedução de todas as despesas e pagamentos de juros e principal, ao custo do patrimônio líquido. Isto pode ser realizado partindo-se do lucro operacional da empresa e a partir dele, realizando-se os ajustes necessários.

Os itens que distinguem esta medida do resultado contábil são: depreciação, desembolsos de capital e necessidades de capital de giro, pois, no modelo de avaliação por fluxos de caixa, o que importa são os efeitos que ocorrerão no fluxo futuro de caixa; deste modo, itens que não representam saídas de caixa adicionais e, de outro lado, itens que representam compromissos de desembolsos futuros devem ter seus efeitos anulados.

O perito também evidenciou em seu laudo que a empresa objeto da perícia necessitava de investimentos para conservação dos móveis, utensílios e máquinas; entretanto, este ajuste não foi considerado na avaliação.

Quanto ao período de projeção, esta é uma variável com alto grau de subjetividade; depende da percepção do avaliador. Entretanto, independentemente do período abrangido pelo estudo, a metodologia utilizada para a determinação do horizonte de projeção deveria ser informada.

A avaliação de empresas, exceto no caso de empresas com prazo de vida útil predeterminado, parte do pressuposto de que ela existirá indefinidamente. Ou seja, pode-se dizer que, mesmo após o período de projeção, a empresa continuará gerando valor, o qual deve ser determinado. Os autores pesquisados sugerem a adoção do método da perpetuidade para a determinação deste valor residual. No caso em tela, este fator não foi considerado.

Quanto ao endividamento, o perito não relatou nenhuma evidência de dívidas onerosas ou contingências significativas que pudessem alterar substancialmente o valor da avaliação.

Já a taxa de desconto, utilizada para trazer a valor presente os fluxos de caixa e o valor residual, deve refletir o custo de oportunidade, espelhando o risco dos fluxos de caixa futuros. Os autores pesquisados sugerem a adoção do custo do patrimônio líquido, no caso da determinação do valor para o acionista. No caso em tela, não foi justificada pelo perito a metodologia adotada para a determinação da taxa de desconto de 25%.

A determinação do custo de capital próprio em pequenas e médias empresas, como no caso em tela, é sempre um problema para o perito, que tem de encontrar uma solução aceitável metodologicamente, uma vez que seu trabalho é produzir um laudo sólido.

Conforme esclarece Damodaran (2006):

“O maior problema, ao se usarem modelos de avaliação por desconto de fluxos de caixa para avaliar empresas de capital fechado, é a medição de risco (para utilização na estimativa de taxas de desconto), uma vez que a maioria dos modelos de risco/retorno exigem que os parâmetros de risco sejam estimados a partir de preços históricos do ativo objeto de análise. Como os títulos de empresas de capital fechado não são negociados, isto não é possível.”

Assim, as metodologias existentes para a determinação do custo do capital próprio não abordam apropriadamente a questão das pequenas e médias empresas. O perito deve, no entanto, estabelecer critérios para a determinação desta variável e segui-los, de maneira apropriada, para que possa sustentar seus argumentos no laudo pericial.

O perito também mencionou ter realizado um estudo de mercado. O objetivo deste estudo seria auxiliar o processo de avaliação, quando se buscariam empresas semelhantes à empresa avaliada cuja negociação tivesse ocorrido recentemente. O perito optaria então pela realização da avaliação por um método adicional, o método da avaliação relativa, e compararia os resultados obtidos por ambas as abordagens, possibilitando chegar a um valor que representasse a melhor estimativa possível do valor econômico da empresa. Sem entrar no mérito das limitações do método, o perito não evidenciou de que maneira foi realizado o estudo, tornando menos transparente o laudo emitido.

Além das considerações acima, o fato constatado pelo perito de não existir contrato de locação do imóvel onde funciona a empresa pode representar um fator de importância, pois a Lei garante direitos ao locador de imóveis para fins comerciais, mas a inexistência de um contrato poderia gerar problemas, como o despejo ou o aumento do valor de aluguel do imóvel por índices arbitrários, já que não há previsão contratual.

O Quadro 1 contém a síntese dos aspectos críticos detectados neste estudo:

Quadro 1 Quadro Síntese Caso Restaurante

Variável	Descrição	Caracterização	Risco
Fluxo de lucro descontado	Em vez de trabalhar com fluxos de caixa descontados, o perito trabalhou com uma projeção de lucros, trazendo-os a valor presente.	Inconsistência	Pode haver superavaliação ou subavaliação do ativo.
Despesas com reinvestimentos	Não foram considerados os compromissos com investimentos em manutenção e conservação.	Omissão	Pode haver superavaliação do ativo.
Período de projeção	Não foi informado como se chegou ao período de projeção.	Omissão	Pode haver subavaliação do ativo.
Valor residual	Não foi considerada a possibilidade de geração de caixa ao final do período de projeção.	Inconsistência	Sub-avaliação do ativo.
Taxa de desconto	Não foi informado de que forma se chegou à taxa de desconto.	Omissão	Pode haver superavaliação ou subavaliação do ativo.

Fonte: os autores.

No caso das omissões, em que não há elementos suficientes para se analisar o procedimento realizado, também não se pode dizer que a avaliação foi prejudicada, visto que os itens até podem ter sido determinados corretamente, mas não foram explicados.

Já as inconsistências foram detectadas ao analisar os procedimentos e verificar que eram inapropriados, por afetarem o processo de avaliação, como o desconto de fluxos de lucro líquido e o descarte das despesas com reinvestimentos e do valor residual.

5.2. Caso Indústria

Ação cível de apuração de haveres, em que o Sócio A, proprietário de 3,7729% das ações do capital social da companhia, o qual também era gerente de uma empresa controlada da companhia, foi excluído do quadro societário, sem receber a remuneração correspondente ao valor de suas cotas. Os Sócios Remanescentes argumentaram que o Sócio A causara prejuízos à companhia quando administrava a sua controlada e por este motivo não fazia jus a receber nenhuma remuneração por suas cotas. O Sócio A, inconformado, ajuizou ação requerendo a apuração dos haveres devidos pela sua exclusão.

5.2.1. Análise do Caso Indústria

O perito utilizou o modelo de avaliação patrimonial contábil, apurado pela diferença entre os ativos e os passivos exigíveis, mensurados conforme os princípios contábeis tradicionais.

Apesar de esta abordagem ser de fácil determinação, visto que o valor do patrimônio líquido de uma empresa é facilmente identificado nos registros contábeis, a principal crítica a este método é que ele desconsidera outros fatores relevantes, tais como: adoção do regime de competência; operações que não são registradas nas demonstrações contábeis tradicionais, tais como operações de *leasing* e a existência de *goodwill*.

Conforme destaca Damodaran (2006), enquanto o valor de mercado de um ativo reflete seu poder de lucro e os fluxos de caixa esperados, em decorrência da adoção de princípios contábeis, o valor contábil de um ativo reflete seu custo original, que pode se desviar significativamente do valor de mercado se o poder de realização de lucros do ativo tiver sofrido variação considerável desde a sua aquisição.

Do mesmo modo, Gitman *et al* (1997) escrevem que este método ignora os potenciais rendimentos esperados da empresa e, geralmente, se distancia do valor da empresa no mercado.

Neste caso, o perito pode ter considerado que os valores dos itens patrimoniais mensurados pelos princípios contábeis não eram muito diferentes de seus valores de mercado e que o *goodwill* não representava valor significativo. Contudo, a metodologia utilizada não foi justificada.

O Quadro 2 contém a síntese dos aspectos críticos detectados neste estudo:

Quadro 2 Quadro Síntese Caso Indústria

Variável	Descrição	Caracterização	Risco
Avaliação contábil	Utilizou metodologia que ignora os potenciais rendimentos esperados da empresa.	Inconsistência	Pode haver subavaliação do ativo.

Fonte: os autores.

A adoção desta abordagem de avaliação foi considerada uma inconsistência, pois, conforme pesquisado, os resultados apresentados por este método, com frequência, diferem significativamente do valor de mercado da empresa, levando a uma subavaliação do ativo.

5.3. Caso Confeção

Ação cível de apuração de haveres, na qual Marido e Mulher constituíram uma Confeção de roupas, onde trabalharam juntos durante aproximadamente dez anos, quando então ocorreu o divórcio. Durante o período do relacionamento, foram constituídas três empresas, uma sucedendo a outra em virtude de problemas fiscais. A participação societária de cada um dos litigantes variou de empresa para empresa, sendo que a Mulher não constava como sócia da última empresa constituída. Ocorre que, quando do divórcio, o casal pactuou um acordo para a divisão dos bens, no qual as cotas da Confeção couberam ao Marido. Entretanto, a Mulher ajuizou esta ação por entender haver sido

prejudicada com o acordo, que, segundo ela, só foi aceito por se achar em situação emocional prejudicada.

5.3.1. Análise do Caso Confeção

No caso em análise, o perito não atribuiu valor econômico à empresa, justificando que não existiam documentos idôneos e que a empresa possuía muitas dívidas históricas, além de não pagar os impostos devidos.

Inicialmente, destaca-se que o perito, neste caso, deparou com um empecilho ao desenvolvimento do seu trabalho, que foi a ausência de contabilidade regularmente processada, fato que, como destaca Ornelas (1996), é um problema muito comum em micro e pequenas empresas.

Ornelas (1996) sugere que, neste caso, o perito deve buscar recuperar as informações contábeis, ponto de partida de sua análise, através do contrato social e suas alterações, documentos fiscais de compra e venda, folhas de pagamento, livros fiscais de entradas e saídas, declaração de rendimentos da pessoa jurídica, escrituras de compra e venda, enfim, de tudo o mais que conseguir coletar de informações. E, ainda, deve proceder a inventário dos bens e direitos e obrigações na data dos exames periciais, apurando, assim, o patrimônio líquido por diferença.

Mas, ainda assim, embora esta seja, talvez, a única possibilidade técnica avaliativa para a ausência de livros escriturados, esbarra em dois aspectos importantes, ainda de acordo com Ornelas (1996): o primeiro é que o balanço patrimonial elaborado pelo perito não vai representar a situação patrimonial na data do evento; o segundo é que este fato depende da existência de ao menos alguns livros e documentos que possam ser consultados pelo perito.

No laudo não foi mencionado se houve a tentativa de proceder ao levantamento deste “balanço”, e os motivos pelo qual este procedimento não pôde ser realizado. Contudo, ainda que fosse possível obter tal balanço, há que considerar as críticas preconizadas a uma avaliação com base contábil.

Quanto às dívidas fiscais e tributárias, segundo informações do laudo, estas pertencem às empresas constituídas anteriormente. O perito considerou estas dívidas na avaliação; entretanto, as empresas são **entidades distintas** e como tal devem ser avaliadas. As dívidas pertencentes às empresas constituídas anteriormente não deveriam ter sido consideradas na avaliação da empresa atual.

Adicionalmente, o perito identificou que a empresa vendia seus produtos com margem de contribuição muito baixa, e que, em decorrência das dívidas historicamente acumuladas, não conseguia prazos para pagamento aos seus fornecedores, e, por consequência, não podia conceder prazo de pagamento aos clientes, fator que dificultava as vendas.

Pode-se dizer que, ao se avaliar uma empresa, o objetivo é alcançar o valor que representa a potencialidade econômica de determinada companhia. No caso de uma empresa em que não se vislumbra a capacidade de gerar benefícios futuros, e em que o valor de liquidação dos seus ativos e passivos não produzirá valor positivo, não há nada para dizer em valor econômico.

Assim, se ainda, após todas as observações e análises, o perito julgasse que a continuidade da empresa era duvidosa, a alternativa seria fazer apenas uma avaliação a valores de mercado dos passivos e ativos. Mas, para realizar a avaliação por esta metodologia, é necessária a existência de ao menos alguns livros e documentos, e, neste caso, o perito considerou que não existiam documentos idôneos no qual a perícia pudesse se basear, fato que inviabilizaria a adoção desta técnica.

Se, após as devidas análises, todos os métodos possíveis de avaliação para esta empresa fossem descartados, o perito deveria explicitar isso no laudo e declarar que não foi possível realizar o seu trabalho.

O Quadro 3 contém a síntese dos aspectos críticos detectados neste estudo:

Quadro 3 Quadro Síntese Caso Confeção

Variável	Descrição	Caracterização	Risco
Princípio da identidade	Considerou as dívidas pertencentes a empresas constituídas anteriormente pelos mesmos sócios.	Inconsistência	Sub-avaliação do ativo.

Fonte: os autores.

Ao se considerarem as dívidas pertencentes às empresas constituídas anteriormente, apesar de pertencerem aos mesmos sócios, feriu-se o princípio da entidade. A entidade avaliada deveria ter sido considerada isoladamente; de outra forma, os resultados apresentados poderiam ser subavaliados.

5.4. Caso Serviço de Bufê

Ação cível de cobrança, ajuizada por um hospital particular contra o Sr. Netto, uma vez que ele levou um funcionário seu, que havia sofrido um grave acidente de carro, para ser socorrido no hospital em questão. Para que seu funcionário fosse atendido, assinou um termo de responsabilidade financeira, obrigando-se solidariamente a pagar as despesas originárias do tratamento. Em decorrência da gravidade do acidente, seu funcionário permaneceu internado por, aproximadamente, um mês. Finda a internação, nem o funcionário do Réu nem o Réu quitaram a dívida junto ao hospital. Assim sendo, o Hospital ajuizou ação exigindo o pagamento da dívida, e o juiz proferiu sentença condenando o Réu a quitar a dívida. Deste modo, o Hospital executou a sentença, e requereu a penhora das cotas do Réu em seu Serviço de Bufê, para garantir o pagamento.

5.4.1. Análise do Caso Serviço de Bufê

Neste caso, novamente, o perito deparou com o problema da ausência de contabilidade regularmente processada.

Foram apresentados os talonários de Notas Fiscais da empresa e as Declarações do Imposto de Renda dos exercícios de 2002 e 2003; entretanto, em diligência, o perito realizou um teste de controles, ao adquirir um produto da loja, antes de se identificar, e detectou que a empresa não fornecia nota fiscal ao consumidor, caso este não solicitasse, e, assim, considerou que as informações das receitas poderiam apresentar distorções.

Apesar de o ponto identificado pelo perito apresentar uma falha de controle, deve-se considerar a representatividade deste valor nas receitas, visto que foi relatado pelo perito no laudo que a principal atividade é a realização de festas para pessoas jurídicas, que usualmente exigem nota fiscal, e não a venda de alimentos na loja.

Apesar disso, o perito realizou uma tentativa de avaliar a empresa, utilizando a metodologia dos múltiplos de faturamento, sem, entretanto, justificar de que modo chegou ao multiplicador utilizado. Conforme mencionado na revisão bibliográfica, o método de avaliação relativa envolve diversas considerações controversas, como a seleção das empresas comparáveis e, nos casos cabíveis, a decisão do múltiplo a ser utilizado.

Entretanto, esta avaliação não foi concluída, pois o perito mencionou que não teve acesso ao valor das dívidas, que teriam de ser deduzidos do valor encontrado.

Outro fator muito peculiar a esta avaliação se deve ao fato mencionado de que uma porção significativa do valor do negócio deriva de uma “pessoa chave”.

Conforme esclarece Damodaran (2006), “em casos extremos, em que todo o valor de um empreendimento depende de uma pessoa, o valor pode cair para próximo de zero se a pessoa-chave sair ou morrer”.

Observando as argumentações do perito, infere-se que a sua conclusão foi que a empresa não possuiria valor econômico sem o Sócio Réu, visto que, neste caso, a “marca” estava atrelada não à

empresa, mas ao dono, sendo a sua presença imprescindível para o sucesso do empreendimento. O Quadro 4 contém a síntese dos aspectos críticos detectados neste estudo:

Quadro 4 Quadro Síntese Caso Serviço de Bufê

Variável	Descrição	Caracterização	Risco
Múltiplos	Não foi justificada no laudo a escolha do múltiplo nem de que forma foi escolhida a empresa comparável.	Omissão	Pode haver uma superavaliação ou subavaliação do ativo.

Fonte: os autores.

Apesar de o perito não ter concluído a avaliação pelo método relativo, houve uma omissão da explicação da escolha da empresa comparável, e da forma de determinação do múltiplo; assim, não há elementos suficientes para se analisar o procedimento adotado.

5.5. Caso Ponto Turístico

Ação cível de cobrança ajuizada pelo Sr. Machado contra a Cia. XYZ, já que o primeiro pactuou um contrato de compra e venda de suas cotas da Cia. Engenharia com a Cia. XYZ, que pagaria pelas cotas adquiridas em nove parcelas. Mas a Cia. XYZ não conseguiu honrar integralmente a sua obrigação, fato que gerou a ação judicial. Assim, uma vez que a Cia. XYZ possui 76,99 % das ações da Cia. Ponto Turístico no seu ativo, estas foram penhoradas a fim de assegurar recursos suficientes para garantir o pagamento da dívida.

5.5.1. Análise do Caso Ponto Turístico

O perito utilizou duas abordagens para a determinação do valor da empresa.

A primeira abordagem, o modelo de avaliação patrimonial contábil, foi realizada somente em decorrência do questionamento de uma das partes em quesito. O perito calculou-o de duas formas, primeiramente pela diferença entre o Ativo e o Passivo Exigível — referendando o valor obtido pela soma das contas que o compunham — e apresentou o resultado.

A outra abordagem, o modelo dos fluxos de caixa descontados, conforme mencionado anteriormente, depende da determinação de cinco variáveis principais: o fluxo relevante de caixa, o período de projeção, o valor residual, as condições de endividamento e a taxa de desconto.

O objetivo da perícia em análise é chegar ao valor mais próximo do valor para o acionista. Assim, devem-se descontar os fluxos de caixa do acionista esperados e realizar os ajustes necessários.

Para determiná-lo, o perito partiu do lucro antes do pagamento dos impostos, ajustando-o, mediante o acréscimo do montante da depreciação. Porém não foram feitas afirmações no laudo acerca da necessidade de reinvestimentos; deste modo, não há como afirmar se havia mais algum valor a ser ajustado.

Quanto ao período de projeção, não houve explanação acerca da metodologia utilizada para considerar dez anos. Conforme demonstrado anteriormente, apesar de esta variável envolver certa subjetividade em sua determinação, é necessário que a metodologia utilizada para a determinação do horizonte de projeção seja informada.

Não se considerou o valor residual na avaliação. No caso em análise, onde não se fez nenhuma ressalva à continuidade da empresa, pressupõe-se que ela continuará gerando valor mesmo após os dez anos projetados; assim, este valor deveria ter sido determinado, adotando-se, por exemplo, o método da perpetuidade.

Quanto ao endividamento, a única evidência de dívidas significativas, no valor de US\$ 103.500,00, foi convertida para reais e deduzida do valor encontrado.

Quanto à taxa de desconto, deve ser utilizada uma taxa que reflita o risco dos fluxos de caixa futuros, e, no caso da determinação do valor para o acionista, Damodaran (2006) e Martins *et al* (2001) sugerem a adoção do custo do patrimônio líquido.

Entretanto, no caso em análise, não foi justificada a metodologia adotada para a determinação da taxa de desconto de 15%.

O Quadro 5 contém a síntese dos aspectos críticos detectados neste estudo:

Quadro 5 Quadro Síntese Caso Ponto Turístico

Variável	Descrição	Caracterização	Risco
Necessidade de reinvestimentos	Não foi informado se havia ou não a necessidade.	Omissão	Pode haver superavaliação do ativo
Período de projeção	Não foi informado como se chegou ao Período de projeção.	Omissão	Pode haver subavaliação do ativo.
Valor residual	Não foi considerada a possibilidade de geração de caixa ao final do período de projeção.	Inconsistência	Pode haver subavaliação do ativo.
Taxa de desconto	Não foi informado de que forma se chegou à taxa de desconto.	Omissão	Pode haver superavaliação ou subavaliação do ativo.

Fonte: os autores.

6. Conclusão

Mediante o estudo dos cinco laudos periciais, demonstrou-se a presença de problemas no cotidiano do perito contador, visto que os laudos periciais analisados apresentavam falhas metodológicas, principalmente quanto à determinação das variáveis dos modelos de avaliação de empresas adotados.

Estas limitações podem representar três problemas principais:

- Fere a principal exigência acerca da perícia, que é a fundamentação das conclusões levadas ao laudo pericial;

- Pode gerar distorções significativas nos resultados das avaliações, as quais terão impacto na sentença e, conseqüentemente, na vida das pessoas envolvidas;

- A ausência de elementos que permitam constatar a qualidade da perícia realizada pode deixar margens para questionamentos do laudo pericial, prolongando o processo com recursos, sobrecarregando o sistema judiciário, além de aumentar as custas processuais.

Assim, foi possível chegar a algumas conclusões com relação às abordagens para avaliação utilizadas pela empresa abrangida pelo estudo:

- Os métodos utilizados nos casos em análise foram: método patrimonial contábil; método do fluxo de caixa descontado; método dos múltiplos, ou seja, os métodos mais usuais, de acordo com os autores pesquisados;

- Quando da utilização da abordagem patrimonial contábil, o principal problema identificado foi a falta de justificativa da adoção do método em detrimento de outros existentes, tendo em vista suas limitações;

- Houve um caso em que foram consideradas dívidas pertencentes a outras empresas constituídas pelos mesmos sócios, indo de encontro ao princípio contábil da entidade;

- Nos casos analisados em que o perito utilizou a abordagem do fluxo de caixa descontado, inferiu-se que ocorreram algumas falhas metodológicas na determinação das variáveis deste método:

- Fluxo relevante de caixa: percebe-se que, em alguns casos, não se consideraram os ajustes referentes à depreciação, necessidade de capital de giro e de reinvestimentos;

- Período de projeção: em nenhum caso houve explanação acerca da metodologia utilizada na determinação do horizonte de projeção;
- Valor residual: em todos os casos, desconsiderou-se o potencial de geração de resultados ao final do período projetado;
- Taxa de desconto: em nenhum caso houve explicação acerca do modelo utilizado para estimar a taxa de desconto.

Partindo-se do pressuposto de que o trabalho dos profissionais de contabilidade “só tem mérito e utilidade na medida em que exista utilidade para os usuários do seu produto” (IOB, 2002) e constatando, ao longo deste trabalho, a existência de alguns indícios da grande dificuldade inerente à emissão de laudos envolvendo avaliação de empresas, sinaliza-se que há ainda um longo caminho a percorrer.

Bibliografia

- IOB. *Contabilidade: Teoria x Prática. Boletim IOB – Temática Contábil e Balanços*, 36 (7): 1º-7, fevereiro de 2002.
- ALBERTO, Valder Luiz Palombo. *Perícia contábil*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- BENNINGA, S; SARIG, O. *Corporate finance: A Valuation Approach*. McGraw-Hill, 1997.
- BRIGHAM, Eugene F.; WESTON, J. Fred. *Fundamentos da administração financeira*. 10. ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2000.
- CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. Normas Brasileiras de Contabilidade. Resolução n. 858/99 - Conselho Federal de Contabilidade - Publicada no DOU de 29.10.99 Normas Brasileiras de Contabilidade - NBC T 13 – Da Perícia Contábil. Disponível em: <http://www.cfc.org.br/resolucoes_cfc/RES_858.DOC>. Acesso em: 04 abr. 2006.
- CREPALDI, Silvio A. *Curso básico de contabilidade*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2006.
- FAMÁ, Rubens; LEITE, Eduardo C. *O Modelo de avaliação de empresas de Edwards-Bell-Ohlson (EBO) – Aspectos Práticos e Teóricos*. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 6., 2003, São Paulo. Anais... São Paulo, 2003. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/ semead>> Acesso em: 01 mar. 2006
- GITMAN, Lawrence J. *Princípios de administração financeira*. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997.
- MAGALHÃES, A. D. F. et al *Perícia contábil, uma abordagem teórica, ética, legal processual e operacional*. São Paulo: Atlas, 1995.
- MANOEL, Ronildo da Conceição; FERREIRA JÚNIOR, Vital. *Perito-contador: com foco na área econômico-financeira*. Curitiba: Juruá, 2005.
- MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; CAVALCANTE, Francisco. *Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e gestão de valor*. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.
- MARTINS, Eliseu (organizador) et. al.; FIPECAFI. *Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica*. São Paulo: Atlas, 2001.
- MOURA, Ril. *Perícia contábil: judicial e extrajudicial: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2002.
- ORNELAS, Martinho M. G. de. *Avaliação de empresas em processos judiciais: algumas dificuldades e limitações*. In: Congresso Brasileiro de Contabilidade, 15., 1996, Fortaleza, CE. Anais do... Brasília: Conselho Federal de Contabilidade, 1996. v. 2, p. 43-62.
- PASIN, Rodrigo M. *Avaliação relativa de empresas por meio da regressão de direcionadores de valor*. Dissertação (mestrado em administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, Universidade de São Paulo, 2004.
- PEREZ, Marcelo Monteiro; FAMÁ, Rubens. *Métodos de avaliação de empresas e avaliação judicial de sociedades: Uma análise crítica*. Anais do VI SemeAD. São Paulo, 2002. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/ semead>> Acesso em: 16 mar. 2006
- SÁ, Antonio Lopes de. *Perícia contábil*. São Paulo: Atlas, 1994.
- VERGARA, S. C. *Projetos e relatórios de pesquisa em administração*. São Paulo: Atlas, 1997.
- YIN, R.K. *Case study research: design and methods*. Thousand Oaks, USA: Sage Publications, 1989.
- ZARZUELA, José Lopes; MATUNAGA, Minoru; THOMAZ, Pedro Lourenço. *Laudos periciais: aspectos técnicos e jurídicos*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000.

Notas de rodapé:

¹ FACC-UFRJ – Faculdade de Administração e Ciências Contábeis da Universidade Federal do Rio de Janeiro – CEP: 21.941-590 – Rio de Janeiro – RJ.

² COPPE-UFRJ – Coordenação dos Programas de Pós-graduação de Engenharia da Universidade Federal do Rio de Janeiro – CEP: 21.941-590 – Rio de Janeiro – RJ.

³ USP – Universidade de São Paulo – CEP 055508-900 – São Paulo – SP.