

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: O CASO DE DETERMINAÇÃO DO VALOR DE GOODWILL EM EMPRESA PROFISSIONAL

Nivaldo João dos Santos (UFSC)

nivaldo@cse.ufsc.br

Antonio Cezar Bornia (ufsc)

cezar@deps.ufsc.br



Este artigo trata da temática da avaliação de empresas ou negócios, especificamente a determinação de valor de goodwill, com apresentação do caso de uma empresa profissional da atividade de consultoria em engenharia na área de saneamento básico. A metodologia usada foi a do valor econômico, com abordagens de avaliação da renda e dos ativos. O método do fluxo de caixa descontado foi usado para calcular o valor presente das sobras líquidas de caixa. O goodwill em parte é formado por atributos próprios do negócio tais como: boa localização e reputação do nome, denominado de goodwill empresarial e a outra parte é formada por relacionamentos pessoais e competências individuais caracterizados como goodwill pessoal. O procedimento de identificar a influência de cada sócio no faturamento da empresa e as suas consequências no EBIT, é o diferencial principal desta forma de cálculo em relação ao processo usual de avaliação das sociedades empresárias. No caso da Empresa Sigma, o goodwill empresarial encontrado apresentou pouca expressão monetária em relação ao total do ativo da empresa, sugerindo uma característica das empresas profissionais. A forma de cálculo apresentada pode ser tomada também como uma contribuição ao processo de avaliação de sociedades de capital fechado de outros ramos de atividade.

Palavras-chaves: Goodwill; Fundo de comércio; Avaliação de empresas; Apuração de haveres.

1. Introdução

A avaliação de participações no capital de sociedades fechadas significa, na realidade, proceder à completa avaliação econômico-financeira da empresa. Esta é uma tarefa que envolve a consideração de todos os elementos materiais e imateriais que compõem o acervo patrimonial da firma, independentemente da discriminação no balanço patrimonial. O tratamento contábil e as avaliações de bens intangíveis, especialmente o *goodwill*, o fundo de comércio ou fundo de empresa, sempre foram focos de discussões conceituais por parte dos contadores e de advogados, estes últimos requerendo maior acurácia no computo dos bens imateriais em suas lides.

As expressões fundo de comércio, *goodwill* e aviamento são utilizadas para designar atributos valiosos, mas imateriais, os quais devem ser mensurados quando da avaliação de empresas. Conceituando fundo de comércio, Hoog (2007) afirma que tal atributo é um bem com aspectos dominantes de intangível que não pode ser confundido com rentabilidade.

Especialmente nos processos judiciais envolvendo dissoluções societárias, denominadas ações de apuração de haveres, o cálculo de fundo de comércio e aviamento é uma tarefa muito requisitada aos peritos nomeados pelos juizes, pois em determinados tipos de atividade econômica tais atributos se constituem no elemento mais valioso da sociedade.

Segundo Ornelas (2000) a legislação não especifica o modelo ou o método de avaliação que deve ser adotado para mensurar os haveres de sócio, tal responsabilidade é delegada a um profissional perito nomeado pelo juiz. Afirma, ainda, que em virtude da jurisprudência, tal tarefa vai se direcionando para que seja apurado o patrimônio líquido a valores de mercado “na busca incessante do *valor justo* dos haveres reclamados pelos herdeiros, sócios dissidentes ou excluídos, evitando-se o denominado enriquecimento sem causa de uns em detrimento de outros.” Hawkins (2002) considera um valor justo quando este é fruto de uma transação ocorrida no âmbito de mercado livre, racional e com compradores e vendedores plenamente informados.

1.1 Objetivos

O objetivo deste trabalho é apresentar uma forma de avaliação de *goodwill* de empresas profissionais adotando a metodologia do valor econômico. Para tanto, será realizada a exposição do caso de uma empresa de consultoria de engenharia na área de saneamento básico. Para determinação do valor econômico da sociedade será adotada a abordagem da renda, especificamente o método do fluxo de caixa descontado.

1.2 Contribuição pretendida

Este trabalho e os resultados pretendidos foram motivados em virtude da carência de uma metodologia específica para determinação do valor de quotas de capital e de outros haveres de sócio que se retira de empresas profissionais em atividade (*going-concern*), com demonstração do cálculo de *goodwill*, *fundo de comércio* e *aviamento*.

A forma de cálculo utilizada neste artigo é uma contribuição à metodologia de avaliação das sociedades simples. Segundo Requião (2007), as sociedades simples foram idealizadas para abrigar atividades econômicas cujos bens e serviços estão atrelados à personalidade dos sócios, tais como aquelas formadas por médicos, empresas de engenharia e consultoria etc., situações em que o objeto social é diretamente relacionado com a especialidade de seus titulares, sócios ou

integrantes.

2. *Goodwill*, fundo de comércio e aviamento

O foco deste trabalho consiste na discussão do conceito do intangível denominado de *goodwill* e a forma de sua mensuração, no caso de empresas profissionais. As abordagens fazem distinção e compreendem a existência de dois tipos de *goodwill*, o empresarial e o pessoal. Também foi julgada pertinente a explanação do conceito de fundo de comércio e aviamento, que em muitas ocasiões são citados indistintamente como sinônimos ou equivalentes a *goodwill*.

2.1. *Goodwill* empresarial

A literatura sustenta bens incorpóreos são criados ao longo da existência da firma e são eles os elementos que conferem singularidade ao estabelecimento e aos produtos do comércio ou da indústria. Para Rabiński (1996) os ativos incorpóreos incluem a localização, nome comercial, patentes, direitos autorais, listas de clientes, *goodwill*, financiamentos em condições vantajosas etc. Uma parte do intangível denominado *goodwill* inclui: conhecimentos e capacidade de gestão, atitudes de retenção de clientes e a estabilidade dos elementos geradores de rendimentos.

Complementando, Estrella (1992) argumenta que os intangíveis são representados pelas patentes, desenhos e modelos, concessões, direitos de exclusividade, direito ao ponto ou local, clientela e o aviamento etc. Hendriksen e Breda (1999) afirmam que *goodwill* são vantagens que a empresa possui, mas não são perfeitamente identificáveis, em função do caráter de intangibilidade.

Para Henning, Shaw e Stock (2004) não há como desagregar o *goodwill* do valor do negócio, pois este representa a combinação de sinergias, podendo também ser considerado o ágio ou valor excedente em relação ao valor contábil. Segundo Seetharaman et al. (2006) “O *Goodwill* é o único ativo intangível que o seu custo não pode ser diretamente associado a qualquer item especificamente identificável e não é separável da sociedade como um todo.” Numa transferência não pode ser separado de uma entidade empresarial e portanto não é possível adquirir o *goodwill* sem a aquisição da totalidade ou de parcela substancial da empresa.

Em função da sistemática formação de atributos positivos criados ao longo da vida societária, raramente o valor retratado no balanço patrimonial sob o título de patrimônio líquido representa a verdadeira importância monetária das quotas ou lote de ações (SÁ, 2007).

No intuito de orientar sua mensuração econômica, Dunse e Hutchison. (2004) definem *goodwill* como a diferença entre o custo dos ativos identificáveis de uma empresa adquirida e o justo valor pago pela entidade, deduzidos dos passivos.

2.2 *Goodwill* pessoal

Relatam Nevius (2007) e Koppel (2007) que em negócios onde o proprietário tem um forte relacionamento com os clientes fica caracterizado o denominado *goodwill* pessoal, distinto do *goodwill* empresarial, pois é formado pela presença continuada de uma determinada pessoa á frente dos negócios. Cita o exemplo de escritórios de contabilidade, mas que pode ser estendido a escritórios de advocacia, alguns tipos de clínicas médicas e firmas de consultorias, em que a habilidade e a reputação pertencem à pessoa e não à sociedade. Nestas condições, uma eventual saída do sócio ou do empregado-chave deve ser planejada para evitar desvalorização do negócio.

No mesmo sentido, Modica (2006) afirma que na avaliação de uma empresa formada por profissionais da mesma especialidade deve ser destacado do *goodwill* total a parte que se refere a *goodwill* pessoal. O *goodwill* pessoal é a parte que se atribui a uma pessoa, em virtude da sua reputação e das relações pessoais com os clientes, o que contribui para geração de receitas. A contribuição dos outros profissionais também deve ser avaliada e esclarecida no que se refere à geração do faturamento.

Conclui-se que os fatores que formam o *goodwill* pessoal não são controláveis pela empresa, mas são determinantes para realizar o faturamento e, conseqüentemente, a lucratividade da empresa formada por profissionais.

2.3 Fundo de comércio e aviamento

O elemento patrimonial intangível denominado fundo de comércio é uma expressão que tem seu uso mais assimilado quando vinculada ao estabelecimento comercial. Todavia, o fundo de comércio é inerente a todo tipo de atividade empresarial, pois se refere a vantagens descritas como: boa localização, freguesia, padrão de atendimento, qualidade do atendimento, singularidade do serviço etc. Hoog (2007) explica que a expressão fundo de comércio surgiu sob a égide do Código Comercial Brasileiro de 1850, que disciplinava os atos de comércio, definia que o comerciante seria aquele que praticava a mercancia como profissão e, ainda, estabelecia que para tal atividade haveria de possuir matrícula na Junta Comercial.

Prevalece nos dias atuais a obrigatoriedade das sociedades empresárias se registrarem e arquivar seus atos constitutivos nas juntas comerciais, não importando a atividade que desenvolva: prestação de serviços, industrialização ou comércio (REQUIÃO, 2007).

Complementando, Silva (2006) amplia a gama de elementos que constitui o fundo de comércio ou fundo de empresa ao afirmar que este é formado por elementos materiais e imateriais (corpóreos e incorpóreos) empregados pelo comerciante para atrair clientela.

Acerca de aviamento, Sá (2007) sustenta que este é parte do fundo de comércio e que na realidade este não possui identificação concreta quanto à exclusividade dos componentes patrimoniais. Conforme sustenta Ascarelli *apud* Estrella (1992), o aviamento é entendido como fator de reputação e prosperidade, ou seja, é retratado e está incluído no fundo de comércio da empresa.

Segundo Bertoldi e Ribeiro (2008) a doutrina jurídica classifica o aviamento em duas classes: o aviamento objetivo que é derivado da organização dos elementos próprios do estabelecimento empresarial no objetivo de gerar lucros e o aviamento subjetivo que está relacionado com as pessoas que estão à frente da empresa. Estas pessoas emprestam seu prestígio, reputação, carisma e outros atributos positivos de tal forma que contribuem para a realização de negócios e conseqüente faturamento.

3. Abordagens de avaliação de empresas

Para Rabianski (1996) a avaliação de uma empresa em continuidade (*going-concern value*) incorpora o valor dos imóveis, máquinas e equipamentos, capital de giro e todos os outros ativos que se encontram operando e tomam parte do negócio estabelecido. Inclui também o excesso de valor ao custo que surge como resultado de ganhos de capacidade em uma completa e bem administrada entidade em operação.

O Quadro 1, a seguir, apresenta a síntese das principais abordagens de avaliação de empresas. A adoção da abordagem, ou de diversas abordagens, aplicável à avaliação de uma determinada empresa depende do seu tipo de atividade – comércio, indústria, serviços etc., do porte econômico e dos propósitos do interessado na avaliação.

Abordagens de avaliação de empresas	Fonte de valor	Comentários
1 - Abordagens que se baseiam no valor dos ativos:	Elementos patrimoniais.	As abordagens que se baseiam no valor dos ativos deixam de reconhecer o valor dos elementos intangíveis criados, tais como: conhecimento humano, habilidade e reputação (HBSP, 2006).
- Avaliação com base no valor patrimonial;	Balanço patrimonial.	Fica prejudicada a avaliação de atributos como a reputação do negócio (<i>goodwill</i>) e de outros intangíveis (HAWKINS, 2002).
- Avaliação com base no valor contábil ajustado;	Balanço patrimonial revisado, com exclusão de números inconsistentes ou irrealis.	É importante ajustar os valores dos ativos, inclusive para determinar o valor real dos bens intangíveis, tais como <i>ágio</i> e patentes (HBSP, 2006).
- Avaliação com base no valor de liquidação;	Balanço patrimonial com ativos expressos em importâncias líquidas que seriam alcançadas em uma venda rápida (venda forçada).	O desafio maior desta abordagem consiste em localizar uma referência de valor aceitável para os ativos de produção (HBSP, 2006).
- Avaliação com base no valor de reposição.	Balanço patrimonial com ativos expressos ao custo de reposição, deduzidos da depreciação.	A abordagem do custo da reposição ou substituição estimula o exame de alternativas de compra da empresa ou de construir um novo estabelecimento (HARRIS, 1997).
2 - Abordagens que se baseiam no valor da renda:	Rendimentos e os fluxos monetários que a empresa é capaz de produzir.	O “valor de uma empresa deriva de sua capacidade de geração de fluxo de caixa e de retornos sobre o investimento baseado no fluxo de caixa.” (COPELAND et al., 2002).
- Avaliação com base no valor do fluxo de caixa descontado;	Valor presente dos ganhos e fluxos líquidos futuros.	A precisão do fluxo de caixa descontado depende da quantidade e da qualidade dos dados encontrados e da habilidade do profissional avaliador em depurar as informações (HBSP, 2006).
- Avaliação com base no valor dos dividendos (HAWKINS, 2002).	Valor presente dos dividendos a receber em vez dos ganhos e fluxos líquidos futuros.	É mais voltada para medir retorno de investimentos e não à mensuração do valor econômico da empresa.
3 - Outras abordagens:		

- Avaliação com base no justo valor de mercado;	Montante pelo qual um ativo poderia ser trocado entre partes dispostas, numa transação de condições normais – sem compulsão, num mercado bem informado (DUNSE e HUTCHISON, 2004).	É uma situação ideal a ser perseguida, mas muito distante de acontecer na prática, em se tratando de avaliação de empresas de capital fechado.
- Avaliação por múltiplos de operações comparáveis.	Negócios realizados de compra e venda de empresas comparáveis, sobre os quais são construídos múltiplos.	O ponto fraco deste método é a dificuldade de encontrar empresas comparáveis ou acesso às operações (HARRIS. 1997).

Quadro 1 - Abordagens de avaliação de empresas

O Quadro 1 sugere que a avaliação de negócios compreende mais de uma abordagem, pressupondo que, de uma forma geral, as empresas possuem ativos (tangíveis e intangíveis) e uma natural capacidade de renda, ambos necessitando de mensuração monetária.

3.1 A abordagem do fluxo de caixa descontado

Conforme explicitado nos objetivos, a avaliação em discussão neste trabalho adota o método do fluxo de caixa descontado (FCD). O FCD é um processo de avaliação monetária de empresas que tem como base o conceito de valor presente dos ganhos futuros (LUEHRMAN, 2006). Adicionalmente, Sahlman (2003) explica que os economistas chamam de "*free cash flow*" (fluxo de caixa livre) o resultado deste cálculo. Segundo Damodaran (2007) o valor do fluxo de caixa livre é obtido mediante a soma dos seguintes elementos:

Lucro antes dos juros e impostos (EBIT)
Menos: Impostos sobre o lucro
Mais: Depreciação e outros encargos não saídas de caixa
Menos: Aumento do capital de giro
Menos: Dispêndios de capital (<i>capital expenditure</i>).
Igual: Fluxo de caixa livre

Quadro 2 - Elementos do fluxo de caixa livre
Fonte: Adaptado de Damodaran (2007).

O lucro antes dos juros e impostos (EBIT- *Earn Before Interest and Tax*) representa o resultado alcançado exclusivamente com as operações do negócio para o qual a empresa foi constituída, ou seja, as receitas, custos e despesas operacionais. Os impostos sobre o lucro são: Imposto de Renda de Pessoa (IRPJ) e a Contribuição Sobre o Lucro Líquido (CSSL). A depreciação é um encargo de natureza econômica, ou seja, não envolve saída de caixa. Os aumentos de capital de giro correspondem às importâncias requisitadas para suportar principalmente vendas a prazo e estoques. Os dispêndios de capital compreendem valores aplicados na reposição ou ampliação de ativos fixos (*capital expenditure*). O valor do fluxo de caixa descontado é obtido aplicando a seguinte fórmula:

$$FCD = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCL_t}{(1+WACC)^t} \quad \text{Equação (1)}$$

Onde: FCD = Fluxo de caixa descontado
FCL = Fluxo de Caixa livre
WACC = Weighted Average Cost of Capital
t = Período

3.2 Taxa de desconto e risco

Para aplicação do método do FCD há de ser definida uma taxa de desconto. Uma das possibilidades é a adoção do custo médio ponderado do capital (*Weighted Average Cost of Capital* - WACC). Este é o resultado de uma média ponderada dos custos de capital próprio e de terceiros. Ross et al. (1995) explicam que o custo do capital próprio é representado pela taxa de remuneração que o acionista espera obter pela sua aplicação na empresa, considerando o risco e a taxa que certamente obteria numa aplicação sem risco. O custo de capital de terceiros é

representado pelos encargos financeiros decorrentes de empréstimos e financiamentos obtidos pela empresa.

Para Hawkins (2002) a taxa de capitalização (taxa de desconto) também reflete outras considerações, por exemplo: a taxa de juro obtida mediante investimentos alternativos, tais como obrigações de empresas e governo e as taxas de capitalização de outras reservas; a projeção da economia como um todo e a qualidade destas relações. Em complemento, afirma que a definição da taxa de capitalização adequada é muito subjetiva, pois envolve também a disposição do investidor para suportar esse risco, considerando a sua situação financeira e sua atitude em relação às consequências do risco.

4. Determinação do valor econômico da empresa

Segundo Damodaran (2007) o valor econômico de uma empresa é composto pelo montante de benefícios e de utilidades, representados por elementos tangíveis e intangíveis com capacidade para se realizar em dinheiro no presente e no futuro. O Quadro 3 apresenta os elementos que compõem o valor econômico de uma empresa, para os casos em que a geração de fluxo de caixa livre for projetada por tempo determinado.

	Fluxo de caixa livre descontado
Mais:	Ativos operacionais (exceto imobilizado):
	- Caixa e equivalentes de caixa
	- Créditos e direitos a receber
	- Estoques
	- Outros ativos circulantes
Mais:	Ativo imobilizado - valor residual
Mais:	Ativos não-operacionais
Igual:	Valor econômico da empresa

Quadro 3 - Elementos do valor econômico

Nas avaliações em que o fluxo de caixa for projetado por tempo indeterminado não há valor residual para os elementos do ativo imobilizado. Isto é justificável porque o valor presente de uma importância a ser realizada em prazo além de 40 ou 50 anos se torna imaterial, para efeitos de avaliação de participações societárias.

4.1 Avaliação dos ativos

Objetivando dispor do valor provável de realização de todos os elementos patrimoniais adquiridos, é imprescindível proceder à avaliação individual de todos os bens tangíveis e intangíveis. O Quadro 4 apresenta os elementos patrimoniais e uma proposta de critério de avaliação.

Elementos patrimoniais	Critério de avaliação
Caixa e equivalentes de caixa	Valor contábil ajustado
Créditos, direitos e demais valores a receber	Valor contábil ajustado
Estoques	Valor de liquidação
Terrenos, Edificações e benfeitorias	Valor de liquidação
Veículos	Valor de liquidação

Máquinas, equipamentos e instalações	Valor de reposição
Direitos, licenças e outros ativos intangíveis	Valor de liquidação
Ativos não-operacionais	Valor de liquidação

Quadro 4 – Elementos patrimoniais e critério de avaliação

Após proceder às avaliações é necessário cotejar os novos valores dos elementos patrimoniais com o valor econômico da empresa. O valor da empresa será sempre o maior encontrado na comparação entre valor econômico com o valor total do ativo avaliado e ajustado.

5. O caso da Empresa Sigma

Esta parte do trabalho apresenta o processo de verificação e mensuração de *goodwill* em uma empresa de profissionais. A Empresa Sigma foi constituída há nove anos por profissionais engenheiros, sob a forma de sociedade por quotas de responsabilidade limitada, tendo como objeto social a prestação de serviços de engenharia de saneamento urbano. Entrou em fase de dissolução parcial em virtude de dissidência de um dos sócios, que possuía 33,3% do capital social. O sócio retirante requereu os valores a que tem direito, mediante levantamento de balanço patrimonial especial, com a verificação e mensuração de *goodwill* e esclarecimento de eventual valor econômico do acervo técnico.

Duas abordagens de avaliação foram adotadas para a obtenção dos valores que confrontados evidenciarão o valor do *goodwill*. Foram elas a abordagem dos ativos - valor de mercado e de reposição dos elementos patrimoniais, e a da renda, através do cálculo do fluxo de caixa descontado. Tais abordagens foram eleitas por consenso entre os sócios, por exigirem dados e informações com maior facilidade de obtenção e precisão.

No dia em que foi formalizado o pedido de saída da sociedade, que doravante será denominado de data-base da avaliação, a Empresa Sigma apresentava a posição contábil, conforme a Tabela 1.

Empresa Sigma			
Balanço patrimonial ajustado – em data-base			
Ativo	\$	Passivo	\$
Ativo circulante	133.500	Passivo circulante	114.000
Disponibilidades	13.500	Fornecedores a pagar	72.000
Créditos e direitos a receber	20.000	Impostos a pagar	42.000
Ativo não circulante	369.000	Passivo não circulante	115.500
Créditos realizáveis a longo prazo	9.000	Impostos parcelados	58.500
Investimentos em outras sociedades	36.000	Financiamentos a pagar	57.000
Imóveis	282.000	Patrimônio líquido	273.000
Veículos máquinas e equipamentos	30.000	Capital social	210.000
Direitos e licenças	12.000	Reservas	63.000
Total do ativo	502.500	Total do passivo	502.500

Tabela 1 Balanço patrimonial - Empresa Sigma

No Quadro 5 estão apresentadas informações e definições imprescindíveis para realizar o cálculo do fluxo de caixa livre descontado. A partir dos registros contábeis foram obtidos valores de

depreciação dos bens e a necessidade de capital de giro. O horizonte de projeção, a taxa de desconto e o valor dos gastos com ampliação ou reposição de ativos (*capital expenditure*) foram estabelecidos em consenso entre os sócios remanescentes.

Especificação	Dados
Imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido	34%
Depreciação / Amortização alocadas ao custo e despesas	\$ 13.500
Crescimento das vendas nos próximos anos	0
Horizonte de projeção	30 anos
Base de tributação do Imposto de Renda	Lucro presumido
Necessidade de reposição e ampliação de ativos/ano	\$ 12.300
Necessidade de capital de giro	0
Taxa de desconto	16% a.a.

Quadro 5 - Informações para cálculo do fluxo de caixa descontado

Para definir o horizonte de projeção os sócios se basearam no tempo de concessão de serviços públicos de água e esgoto que os municípios-clientes concedem às concessionárias locais destes serviços.

5.1 Determinação do EBIT (*Earn before interest and tax*)

Segundo Duns e Hutchison. (2004), a metodologia do FCD se baseia na análise das receitas e de despesas, com projeção dos negócios a longo prazo, a qual fornece, indiscutivelmente, mais detalhes e proporciona mais informações aos interessados, em relação à rentabilidade futura.

No que se refere às receitas, foi estimado que a saída do sócio iria provocar queda de 25% no faturamento, em virtude de relacionamentos pessoais, acervo técnico profissional, atendimento exclusivo e de outros fatores que tornaram parte da carteira de clientes cativa do sócio retirante.

Os custos e as despesas também sofreram ajustes para fins da avaliação. A empresa contabilizava como custo dos serviços prestados o valor do pró-labore pago aos sócios, estipulado em apenas dois salários mínimos, individualmente. A remuneração real dos sócios era constituída de retirada de lucros. Ficou estabelecido que o custo real anual da mão-de-obra de cada sócio era de \$ 320.000,00. Diante disto, a posição das receitas, custos e despesas anuais foi ajustada, revelando novos valores de EBIT, conforme especificado na Tabela 2.

Contas de resultado	Posição Original \$	Posição ajustada(1) \$	Posição ajustada(2) \$
Receita bruta	1.500.000	1.500.000	1.125.000
(-) Impostos sobre a receita	(75.000)	(75.000)	(56.250)
Receita líquida	1.425.000	1.425.000	1.068.750
(-)Custo dos serviços prestados	(65.000)	(1.025.000)	(705.000)
Lucro Bruto	1.360.000	400.000	363.750
Despesas operacionais			

Administrativas	(160.000)	(160.000)	(158.000)
Despesas Financeiras (líquido)	(3.400)	(3.400)	(3.400)
Outras despesas operacionais	(38.450)	(38.450)	(26.000)
	(201.850)	(201.850)	(187.400)
Resultado antes da provisão do IRPJ e CSSL	1.158.150	198.150	176.350
(-) Provisão para IRPJ e CSSL	(169.950)	(169.950)	(127.463)
Lucro líquido	988.200	28.200	48.888
EBIT	1.161.550	201.550	179.750

Tabela 2 – Valores de EBIT ajustados

A posição original se refere aos valores contabilizados sem considerar nos custos o valor da mão-de-obra dos sócios. A posição contábil ajustada (1) compreende a posição original ajustada com os custos de mão-de-obra dos três sócios. A posição contábil ajustada (2) é a posição contábil ajustada para os dois sócios remanescentes. Tais ajustes são importantes porque o EBIT é o valor de base na determinação da sobra líquida de caixa.

5.2 Taxa de desconto e risco

Considerando que a dívida onerosa da empresa representava apenas 23% do total do passivo, a taxa de desconto foi definida a partir do percentual de rendimento do Certificado de Depósitos Interbancário (CDI), ofertado por banco de primeira linha, livre de imposto de renda. O percentual encontrado foi aumentado em 100%, representando a taxa de risco do negócio. Neste caso, a taxa de desconto contemplou somente aspectos da remuneração do capital próprio e o risco do negócio, estabelecida através de consenso entre os sócios.

5.3 Cálculo do fluxo de caixa livre descontado (FCD) da Empresa Sigma

A partir dos valores e das informações anteriormente apresentadas foi possível determinar o fluxo de caixa livre dos períodos, conforme apresentado na Tabela 3 abaixo. As sobras líquidas se apresentaram constantes ao longo dos anos, em virtude das definições dos sócios acerca dos valores projetados.

Elementos	\$
EBIT	179.750
(-) Imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido	(127.463)
(+) Depreciação	13.500
(-) Reposição e ampliação de ativos (<i>capital expenditure</i>)	(12.300)
(-) Necessidade de capital de giro	0
Fluxo de caixa livre	53.488

Tabela 3 - Cálculo do fluxo de caixa livre - Empresa Sigma

O fluxo de caixa livre revela aspectos do potencial de lucros futuros. Os valores apresentados na Tabela 3 foram frutos de projeção das receitas, custos, despesas e demais encargos operacionais, pelo período de 30 anos, sem alteração dos valores. Desta forma, o fluxo de caixa livre se constituiu numa série uniforme de 30 períodos, que foi descontada à taxa 16% ao ano, calculada da seguinte forma:

$$FCD = FCL \frac{(1+i)^t - 1}{i(1+i)^t} \quad \text{Equação (2)}$$

Onde: FCD = Fluxo de caixa descontado
FCL = Fluxo de caixa livre
i = Taxa de desconto
t = quantidade de anos de projeção

O valor encontrado para o fluxo de caixa descontado (FCD) foi \$ 330.402,90. Com esta informação, o passo seguinte foi compor o valor econômico da empresa (ou do negócio).

5.4 Cálculo do valor econômico da Empresa Sigma

O valor econômico da empresa foi composto pelo fluxo de caixa livre descontado (FCD) e pelos elementos patrimoniais avaliados na data-base, conforme discriminado na Tabela 4 apresentada a seguir.

A parcela referente aos investimentos em outras sociedades foi considerada como ativo não operacional, por não ter influência na geração de receitas operacionais. Os direitos e licenças foram dados como prescritos ao final da projeção. Foi estabelecido que o valor residual dos elementos do ativo imobilizado seria aquele encontrado na data-base, supondo satisfatórias as condições de conservação e de atualidade. Tal decisão se baseou nos investimentos destacados para reposição ou ampliação (*capital expenditure*) dos referidos bens. Com base nesta diretriz foi calculado o valor presente, com utilização da taxa de desconto de 16% ao ano, a mesma adotada no cálculo do FCD.

$$VRAI = \frac{AI}{(1+i)^n} \quad \text{Equação (3)}$$

Onde: VRAI = Valor residual do ativo imobilizado
AI = Valor do ativo imobilizado na data-base
i = Taxa de desconto
n = Quantidade de anos da projeção de caixa

O resultado do cálculo do valor residual do ativo imobilizado apontou a importância de \$ 3.634,25, completando, assim, os elementos da composição do valor econômico da Empresa Sigma, conforme apresentado na Tabela 4, a seguir.

Elementos	\$
Fluxo de caixa livre descontado	330.403
Ativos operacionais (exceto imobilizado):	
- Caixa e equivalentes de caixa	13.500
- Créditos e direitos a receber	129.000
Ativo imobilizado - valor residual	3.634
Ativos não operacionais	36.000
Valor econômico da empresa	512.537

Tabela 4 - Cálculo do valor econômico – Empresa Sigma

O valor econômico da empresa ou negócio no total \$ 512.537, representa a capacidade de geração de caixa, adicionada ao valor residual dos ativos empregados neste fim.

5.5. Cálculo de goodwill da Empresa Sigma

A Tabela 5 apresenta a confrontação do valor econômico do negócio com o valor dos ativos avaliados na data-base e ofereceu como resultado o valor de *goodwill* da empresa.

Elementos	\$
Valor econômico da empresa	512.537
Total do ativo ajustado	502.500
Goodwill	10.037

Tabela 5 – Cálculo do *goodwill* – Empresa Sigma

No caso em tela a diferença encontrada foi positiva em \$ 10.037, evidenciando que a Empresa Sigma possuía *goodwill* empresarial. Este valor representa as vantagens e sinergias criadas pelo negócio em marcha, tais como: boa reputação do nome, acervo técnico, localização privilegiada e bom atendimento.

5.6 Reflexo de *goodwill* no valor das quotas de capital

Para determinar o valor da participação societária do sócio que se retira foi adicionado ao ativo ajustado o valor do *goodwill* empresarial e deduzida a importância de \$ 229.500, referente às dívidas da empresa. Esta soma resultou na importância de \$ 283.037, que se constituiu no novo valor da situação líquida ou patrimônio líquido da empresa para fins de indenização do sócio retirante, conforme apresentado na Tabela 5.

	Elementos	\$
	Total do ativo ajustado	502.500
Mais:	<i>Goodwill</i>	10.037
Igual:	Novo valor do ativo	512.537
Menos:	Dívidas e obrigações	(229.500)
Igual:	Nova situação líquida	283.037

Tabela 5 - Nova situação líquida - Empresa Sigma

Considerando a participação de 33,3% no capital social, o sócio retirante passa a ser credor perante a empresa na importância de \$ 94.346.

6. Conclusão

Este trabalho procurou demonstrar uma forma de cálculo de *goodwill*, especificamente no caso de apuração de valor de quotas de capital de sócio dissidente de empresa de consultoria de engenharia, formada por profissionais.

Ficou evidenciado que o faturamento e o conseqüente lucro neste tipo de empresa estão diretamente vinculados à presença dos seus sócios. São eles que possuem os contatos e as competências individuais, portanto são detentores de *goodwill* pessoal. No caso da Empresa Sigma, o *goodwill* empresarial apresentou pouca expressão monetária em relação ao total do ativo da empresa, sugerindo uma característica das empresas profissionais.

É imprescindível que os ativos tangíveis e intangíveis sejam avaliados na data-base da saída do sócio, não somente por imposição legal, mas para que seja demonstrado o valor econômico do negócio e evidenciada a expressão monetária do *goodwill* empresarial, também denominado de fundo de comércio ou fundo de empresa.

Então, o procedimento de identificar a influência de cada sócio no faturamento da empresa e as suas conseqüências no EBIT, é o diferencial principal desta forma de cálculo em relação ao processo usual de avaliação das sociedades empresárias.

Por utilizar elementos presentes na contabilidade e informações disponíveis no cotidiano dos negócios, pode ser tomada também como uma contribuição ao processo de avaliação de sociedades de capital fechado de outros ramos de atividade, mediante os ajustes inerentes a cada

empresa em particular.

Referências

- BERTOLDI, M.M. & RIBEIRO, M.C.P.** *Curso avançado de direito comercial*. 4ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais. 2008.
- COPELAND, T.; KOLLER, T. & MURRIN, J.** *Avaliação de Empresas – valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas*. 3ª ed. São Paulo: Makron Books, 2002.
- DAMODARAN, A.** *Avaliação de empresas*. 2ª ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- DUNSE, N.A. & HUTCHISON, N.E.** *Trade-related valuations and the treatment of goodwill*. Journal of Property Investment & Finance. Vol. 22, n.3, p.236-258, 2004.
- ESTRELLA, H.** *Apuração dos haveres do Sócio*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1992.
- HARRIS, R.S.** *Valuing companies: an overview of analytical approaches*. University of Virginia. Darden Business Publishing. 1997.
- HAWKINS, D.** *Basic ratio analysis and equity valuation*. Harvard Business School Publishing. 9-185-149, Dec. 2002.
- HENDRIKSEN, S.E. & BREDÁ, M.F.V.** *Teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas, 1999.
- HENNING, S.L. SHAW, W.H. & STOCK, T.** *The amount and timing of goodwill write-offs and revaluations: evidence from U.S. and U.K. firms*. Review of Quantitative Finance and Accounting. Vol. 23, n.2, p.99-121, Sep. 2004.
- HOOG, W.A.Z.** *Fundo de comércio goodwill em: apuração de haveres, balanço patrimonial, dano emergente, lucro cessante e locação não residencial*. Curitiba. Juruá, 2007.
- LUEHRMAN, T.A.** *Note corporate valuation and market multiples* Market. Harvard Business School Publishing. 9-206-039. Rev: June 20, 2006.
- MODICA, J.M.** *Business valuation 101: the fundamentals of business valuation in marital dissolution matters*. American Journal of Family Law. Vol. 20, n.3, p.187-199, 2006.
- NEVIUS, A.M.** *Saving taxes in transfers of personal goodwill*. Journal of Accountancy. Vol. 204, n.6, p. 76, Dec. 2007.
- ORNELAS, M.M.G.** *Contribuição à formulação de um sistema conceitual contábil de apuração de haveres em processos judiciais*. Tese (Doutorado em Contabilidade e Controladoria). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. 2000.
- RABIANSKI, J.S.** *Going-concern value, market value, and intangible value*. The Appraisal Journal. Vol. 64, p.183-194, Ap.1996.
- REQUIÃO, R.** *Curso de direito comercial*. 1º Vol. 27. ed. São Paulo: Saraiva, 2007.
- ROBERT, M.J.** *Valuation Concepts: Evaluating Opportunity*. Excerpted from finance for managers. Class note 9-384-185. Harvard Business School Publishing. 2006.
- ROSS, S.A.; WESTERFIELD R.W. & JAFFE, J.F.** *Administração financeira - corporate finance*. São Paulo: Atlas, 1995.
- SÁ A.L.** *Fundo de comércio: avaliação de capital e ativo intangível*. Curitiba: Juruá, 2007.
- SAHLMAN, W.A.** *Note on free cash flow valuation models: identifying the critical factors that affect*. Harvard Business School Publishing. 9-288-023. Rev: August 18, 2003.

SEETHARAMAN, A.; SREENIVASAN, J.; SUDHA, R. & YEE, T.Y. *Managing impairment of goodwill.* Journal of Intellectual Capital. Vol. 7, I.3, p.338-353, 2006.

SILVA, L.A.G. *Fundo de empresa ou de negócio.* Revista Jurídica. Brasília, Vol. 7, n. 77, p.08-16, fev/mar 2006.