

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO – SP**

**FACULDADE DE DIREITO**

Gustavo Sauma Gebram Soubihe

**A importancia do Valuation no direito empresarial, sua evolução no tempo e  
as diversas maneiras de faze-lo**

**São Paulo**

**2025**

**A importancia do Valuation no direito empresarial, sua evolução no tempo e  
as diversas maneiras de faze-lo**

Trabalho de conclusão de Curso,  
apresentado a Pontifícia Universidade  
Católica de São Paulo - SP, como parte  
das exigências para a obtenção do título  
de bacharel em direito.

São Paulo, 24 de outubro de 2025.

**BANCA EXAMINADORA**

---

**Prof. Maria Eugenia Finkelstein**

---

---

## Resumo

Este trabalho realiza uma análise crítica das principais metodologias de avaliação de empresas (valuation), focando na fundamental dicotomia entre a lógica financeira prospectiva e a prática jurídica brasileira. A pesquisa explora inicialmente as abordagens baseadas em mercado: o Valor de Mercado, restrito a empresas listadas, e o Método dos Múltiplos (ex: EV/EBITDA). Demonstra-se que, embora práticos, estes métodos são dependentes da seleção de comparáveis e suscetíveis a distorções do "sentimento do investidor". Em seguida, o método do Fluxo de Caixa Descontado (DCF) é detalhado como o padrão-ouro da análise de investimentos, baseado na projeção de fluxos de caixa futuros (FCFF) e no seu desconto pelo Custo Médio Ponderado de Capital (WACC).

A tese central contrapõe esses métodos à realidade do contencioso societário. A jurisprudência consolidada do Superior Tribunal de Justiça (STJ), na ausência de convenção contratual, prioriza o Balanço de Determinação para a apuração de haveres. Este instituto jurídico não é o valor contábil, mas uma avaliação patrimonial econômica que exige a apuração de todos os ativos, tangíveis e intangíveis, a "preço de saída". Este conceito se alinha tecnicamente ao Valor Justo, conforme definido pelo CPC 46. O STJ justifica essa preferência por considerar o DCF excessivamente especulativo e subjetivo para fins de reembolso judicial. O trabalho analisa ainda normas da CVM e conclui que a finalidade da avaliação (transacional vs. judicial) dita o método, sendo a autonomia contratual o principal instrumento para mitigar litígios.

## Abstract

This dissertation provides a comprehensive analysis of the primary methodologies in business valuation, focusing on the fundamental dichotomy between their application in corporate finance and their specific treatment within the Brazilian legal system. The research contrasts prospective, cash-flow-based models, such as the Discounted Cash Flow (DCF) method favored in M&A and investment analysis, with market-relative approaches (multiples) and asset-based methods. The central thesis demonstrates that while modern finance prioritizes intrinsic value derived from future earnings potential, the Brazilian judiciary, through consolidated jurisprudence from the Superior Court of Justice (STJ), mandates a distinct standard for the judicial resolution of shareholder exits: the "Balanço de Determinação" (Determination Balance Sheet).

This study clarifies that the "Balanço de Determinação" is not the traditional historical-cost balance sheet, but a comprehensive economic valuation of the firm's real patrimony. This legal standard requires the appraisal of all tangible and intangible assets (including goodwill) at their fair market value or "exit price" as of the resolution date. The research investigates why STJ prioritizes this asset-based approach, concluding it stems from a preference for perceived objectivity and judicial security, seeking to avoid the speculative nature of DCF's long-term projections. This legal standard is conceptually aligned with "reimbursement" rather than "sale price."

The analysis also integrates technical accounting standards (CPC 46) defining Fair Value and regulatory frameworks (CVM) governing market transactions. The work concludes that the purpose of the valuation dictates the appropriate methodology and underscores the critical importance of contractual freedom in shareholder agreements to preempt judicial disputes.

## SUMÁRIO

Resumo.....	p.3
Abstract.....	p. 4
1 INTRODUÇÃO.....	p. 7
2 A IMPORTÂNCIA DE SABER O VALOR DE UMA EMPRESA.....	p. 9
2.1 Tomada de decisão empresarial.....	p. 9
2.2 Relevância jurídica e contratual.....	p. 12
2.3 Implicações em fusões, aquisições e disputas societárias.....	p. 16
2.4 Discussão de casos.....	p. 18
3 VALOR DE MERCADO.....	p. 21
3.1 Conceito e fundamentos.....	p. 21
3.2 Fatores que influenciam o valor de mercado.....	p. 23
3.3 Limitações e desafios jurídicos na utilização do valor de mercado.....	p. 24
3.4 Caso Concreto.....	p. 26
4 AVALIAÇÃO PATRIMONIAL.....	p. 28
4.1 Conceito e composição do patrimônio.....	p. 28
4.2 Avaliação contábil vs. avaliação econômica.....	p. 29
4.3 Aplicações práticas e repercussões legais.....	p. 31
4.4 Exemplos práticos: Avaliação patrimonial da Petrobras.....	p. 34
5 MÉTODO DOS MÚLTIPLOS.....	p. 37
5.1 Conceito e base de cálculo.....	p. 37
5.2 A Lógica Comparativa na Teoria dos Múltiplos.....	p. 38
5.3 Análise de um caso prático: O Caso da Aquisição da Damstra pela Ideagen.....	p. 40
5.4 Vantagens, desvantagens e aspectos jurídicos.....	p. 42
5.5 Exemplos práticos: Comparação do valuation usando múltiplos de EBITDA frente a empresas concorrentes.....	p. 45

6 MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO (DCF).....	p. 49
6.1 Conceito, bases e premissas.....	p. 49
6.2 Aplicação prática e exemplos.....	p. 52
6.3 Vantagens, desvantagens e aspectos jurídicos.....	p. 55
6.4 Exemplos práticos: Valuation da Natura & Co. por Fluxo de Caixa Descontado e Análise de Cenários.....	p. 58
7 O BALANÇO DE DETERMINAÇÃO NA ORDEM JURÍDICA BRASILEIRA ..	p.
63 7.1 Conceito do Balanço de Determinação.....	p.
63 7.2 Análise da Jurisprudência do STJ: A Supremacia do Balanço de Determinação .....	p. 65
7.3 O Valor Patrimonial a Mercado sob a Ótica da CVM e do CPC 46 .....	p. 68
7.4 Análise da Resolução CVM nº 31.....	p. 70
7.5 Análise da Resolução CVM nº 78.....	p. 71
7.6 Vantagens, Desvantagens e Análise Comparativa.....	p. 73
8 CONCLUSÃO.....	p. 78

## Introdução

No epicentro do mundo corporativo e do direito empresarial reside uma questão aparentemente simples, mas de complexidade profunda: quanto vale uma empresa? A busca por uma resposta a essa pergunta mobiliza gestores na elaboração de estratégias, investidores na alocação de capital, partes em transações de fusões e aquisições e, de forma cada vez mais recorrente, o Poder Judiciário na resolução de disputas societárias. A avaliação de empresas, ou valuation, transcendeu o domínio da análise financeira para se tornar uma linguagem indispensável na intersecção entre a economia e o direito. Contudo, a premissa de que existe um único "valor verdadeiro" para um negócio é um equívoco. O valor de uma companhia não é um número absoluto e imutável, mas uma estimativa multifacetada, cujo resultado depende intrinsecamente da metodologia empregada, do propósito da avaliação e do contexto específico em que ela é realizada.

Este trabalho tem como objetivo central dissecar e analisar as principais metodologias de valuation, contrastando suas bases teóricas, suas aplicações práticas e, de forma crucial, a maneira como são recebidas e interpretadas no cenário jurídico e corporativo brasileiro. A presente monografia argumenta que a escolha do método de avaliação não é uma decisão puramente técnica, mas uma escolha que carrega consigo premissas e implicações que devem ser alinhadas à finalidade da análise, seja ela uma decisão de investimento, uma negociação de M&A ou uma determinação judicial para a apuração de haveres. Para tanto, a pesquisa se debruça sobre os três pilares da avaliação de empresas: o método do Fluxo de Caixa Descontado, que busca o valor intrínseco; os métodos de avaliação relativa, que derivam o valor da comparação com o mercado; e a abordagem patrimonial, que encontra no Brasil sua expressão máxima na figura jurídica do balanço de determinação.

Uma tensão fundamental, que permeia toda a discussão, existe entre as perspectivas econômica e jurídica da avaliação. A perspectiva econômica, dominante no mercado de capitais e nas transações de M&A, é inerentemente

prospectiva. Seu foco reside na capacidade futura da empresa de gerar riqueza. O método do Fluxo de Caixa Descontado é a mais pura expressão dessa lógica, projetando os fluxos de caixa de uma companhia por muitos anos e descontando-os a uma taxa que reflete seus riscos, para se chegar a uma estimativa de seu valor intrínseco. Essa abordagem visa a precificar o potencial, o crescimento e as sinergias que constituem o principal interesse de um investidor ou de um adquirente estratégico.

Por outro lado, a perspectiva jurídica, especialmente no contexto da resolução de litígios societários no Brasil, prioriza a segurança, a objetividade e a reparação de um direito estabelecido em uma data passada. Conforme solidificado pela jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça (STJ), a finalidade da apuração de haveres de um sócio que se retira não é especular sobre lucros futuros, mas garantir-lhe um "justo reembolso" de sua participação no patrimônio real da empresa, acumulado até a data de sua saída. Essa lógica levou os tribunais a privilegiarem o balanço de determinação, uma metodologia de base patrimonial que, embora exija a avaliação dos ativos a valor de mercado, concentra-se em uma "fotografia" do patrimônio existente, e não em um "filme" sobre as possibilidades futuras. Esta monografia explorará em profundidade essa dicotomia, demonstrando como o propósito da avaliação seja para investir, transacionar ou litigar dita a adequação de cada método.

A relevância desta pesquisa se justifica pela crescente complexidade do ambiente de negócios brasileiro, pelo dinamismo do mercado de M&A e pela persistente litigiosidade em questões societárias. A contribuição deste trabalho é oferecer uma análise integrada e contextualizada das principais metodologias de valuation, que não se limita a reproduzir a teoria financeira, mas a ancora na realidade específica do ordenamento jurídico e da jurisprudência do Brasil. A monografia busca, assim, servir como um guia prático e teórico para estudantes, advogados, administradores, financistas e magistrados que necessitam navegar na confluência, por vezes turbulenta, entre o direito societário e as finanças corporativas.

## Capítulo 2: A Importância de Saber o Valor de uma Empresa

### 2.1. Tomada de decisão empresarial

Como já foi estudado por dezenas de empresários e pensadores como renomado investidor, Warren Buffet “O segredo para um grande negócio é ser corajoso o suficiente para tomar uma grande decisão”, a determinação do valor de uma empresa transcende a mera curiosidade acadêmica ou a preparação para uma transação de capital, constituindo-se como um pilar fundamental para a gestão estratégica e a tomada de decisões corporativas. O valor, em sua acepção técnica, não é um fato, mas uma opinião fundamentada sobre a utilidade de um ativo em um determinado momento. Ele se diferencia conceitualmente do preço, que representa o montante monetário transacionado para obter algo. O preço é o ponto de encontro entre oferta e demanda em um mercado, ao passo que o valor refere-se ao benefício econômico intrínseco de um ativo, função de sua capacidade de gerar fluxos de caixa futuros. A avaliação empresarial, portanto, busca estimar este valor intrínseco para fornecer uma âncora racional a partir da qual o preço pode ser negociado.

A mensuração deste valor é, por natureza, uma disciplina baseada em mercado. O objetivo é estimar o preço pelo qual uma transação não forçada para vender um ativo ou transferir um passivo ocorreria entre participantes do mercado na data de mensuração, sob as condições correntes. Essa perspectiva exógena é crucial: a intenção da própria entidade de manter um ativo ou liquidar um passivo é irrelevante. O que importa são as premissas que os participantes do mercado compradores e vendedores conhecedores e independentes utilizariam ao precificar o ativo ou o passivo, incluindo suas percepções sobre o risco. Compreender essa dinâmica permite que gestores e proprietários não apenas saibam "quanto vale" o seu negócio em um determinado momento, mas, de forma mais crucial, identifiquem "o que impulsiona o seu valor". Esta distinção é a chave para transformar o exercício de *valuation* em uma poderosa e contínua ferramenta de gestão.

Uma das mais importantes teorias da linha de pensamento clássica em Finanças é a Hipótese de Mercados Eficientes, elaborada por Fama (1970). A tese afirma que o mercado financeiro é eficiente com relação às informações disponíveis, uma vez que a racionalidade dos agentes determina a busca por maximização de utilidade de modo que um agente financeiro não pode obter retornos excessivos com as informações dispostas na hora do investimento, já que o mercado adapta-se instantaneamente a elas. Para tanto, é necessário adotar premissas neoclássicas, como distribuição perfeita e virtualmente instantânea de informações pública livre de altos custos, inexistência de barreiras à livre entrada de novos investidores, agentes racionais maximizadores de utilidade que corrijam imediatamente preços diferentes de seus valores fundamentais, dada a plena capacidade de arbitragem de preços. Tais pressupostos são veementemente atacados por críticos em função da discrepância da teoria com evidências empíricas observadas na volatilidade de preços de ações e das premissas de mercado perfeito, praticamente inexistente em condições reais

VARELLA, Angelo Cruz do Nascimento; SANTOS, Roberta Teodoro. Da hipótese de mercados eficientes às finanças comportamentais. p. 61

O princípio econômico fundamental postula que o valor de uma empresa é criado unicamente quando os investimentos realizados geram retornos que excedem o seu custo de capital. Tal premissa, embora simples, exige um profundo entendimento dos indicadores de valor, ou *value drivers*, específicos de cada negócio e de como eles afetam o retorno sobre o capital investido (ROIC). A gestão baseada em valor consiste precisamente em decompor o ROIC em seus componentes, como margem operacional e capital investido, e estes, por sua vez, em indicadores mais granulares e acionáveis. A margem, por exemplo, é influenciada pelo mix de produtos, pela política de preços e pela estrutura de custos (fixos e unitários). O capital investido, por sua vez, é determinado pela gestão do capital de giro (prazos de pagamento e recebimento) e pela base de ativos fixos.

Ao monitorar esses indicadores, a administração empresarial ganha a capacidade de medir e, conseqüentemente, aprimorar a performance de cada um desses vetores. Uma análise detalhada pode revelar, por exemplo, que uma determinada linha de produtos, apesar de seu volume de vendas, possui uma margem de contribuição que não justifica o capital empregado, não contribuindo efetivamente

para o sucesso financeiro da companhia. Com base em tal diagnóstico, decisões estratégicas como a descontinuação de um produto, a reestruturação de preços ou a otimização de custos podem ser tomadas com maior assertividade, concentrando recursos nas áreas que de fato agregam valor ao negócio.

Nesse sentido, a avaliação empresarial atua como um guia, fornecendo uma compreensão inicial e uma âncora para o preço em negociações futuras e, mais importante, para o planejamento estratégico presente. O processo força os gestores a questionarem aspectos essenciais da operação sob a ótica de um investidor externo: quem seriam os potenciais adquirentes do negócio? Que qualidades e sinergias eles valorizariam? Quais fatores os levariam a pagar um prêmio pela empresa? E, inversamente, quais são as vulnerabilidades e os riscos percebidos que poderiam diminuir seu valor? Ao responder a essas perguntas, a empresa passa a ser vista não apenas como uma operação corrente, mas como um ativo transacionável, incentivando a implementação de melhorias contínuas para torná-la um "produto de primeira linha". A implementação de uma governança corporativa robusta, com processos jurídicos, contábeis e financeiros bem definidos e transparentes, por exemplo, não apenas mitiga riscos operacionais, mas também valida as projeções financeiras e sustenta a avaliação de valor da empresa.

A mensuração periódica do valor também é indispensável no processo de orçamento de capital, que consiste na alocação de recursos em projetos de investimento potencial. A gestão deve, em tese, investir apenas em iniciativas e projetos que prometam retornos superiores ao custo de capital da empresa. Ferramentas como o Valor Presente Líquido (VPL), que se baseia na mesma metodologia do Fluxo de Caixa Descontado, permitem avaliar se um novo projeto tem o potencial de criar ou destruir valor, retornando seu valor presente líquido e indicando seu potencial de valorização para a companhia. Uma decisão estratégica relevante, informada por esta lógica, é a análise do "melhor uso possível" (*highest and best use*) de um ativo não financeiro, como o custo de oportunidade. Esta análise considera o uso do ativo que seja fisicamente possível, legalmente permitido e financeiramente viável, o qual pode diferir de seu uso atual. A gestão deve avaliar se o valor máximo de um ativo seria obtido por meio de seu uso em combinação com outros ativos no negócio existente ou por meio de sua venda a

outro participante de mercado que o destinaria a um uso alternativo e mais rentável. Uma decisão de manter um terreno industrial quando o mercado o precifica para um desenvolvimento imobiliário de alto valor, por exemplo, implica um custo de oportunidade que deve ser conscientemente gerido.

Ademais, a ótica do *valuation* instrui a gestão a focar nos atributos que mais importam para os participantes do mercado. Pesquisas indicam que, dentre as diversas métricas, as projeções de lucros futuros possuem a maior capacidade de explicar os preços empresariais das empresas porém, os preços utilizados atualmente nos tribunais são métodos que na esfera da economia são vistos como menos precisos, e é necessário discutir o porque dessa prática. Os lucros, por meio dos ajustes contábeis, têm a característica de trazer o valor futuro para o presente de forma mais eficaz que os fluxos de caixa brutos, que podem ser distorcidos por decisões de investimento de curto prazo. Isso significa que decisões empresariais sólidas, como investimentos em pesquisa e desenvolvimento ou a expansão para novos mercados, embora possam consumir caixa no presente, devem ser justificadas e comunicadas em termos de sua capacidade de gerar lucros sustentáveis no futuro. Assim, o *valuation* deixa de ser um exercício pontual para se tornar um critério contínuo de decisão, orientando desde a análise de novos investimentos até a gestão cotidiana dos indicadores que, em conjunto, determinarão a trajetória de valor do negócio no longo prazo.

## 2.2. Relevância jurídica e contratual

O *valuation*, estende sua relevância muito além das fronteiras da gestão financeira e do planejamento estratégico, penetrando profundamente no domínio jurídico e contratual. Neste campo, o valor deixa de ser apenas uma métrica de desempenho para se tornar um elemento central na maioria dos litígios e da disciplina de direito empresarial, na estruturação de contratos, na resolução de disputas societárias, no cumprimento de obrigações regulatórias e na partilha de bens. A ausência de uma metodologia de avaliação clara e previamente acordada entre as partes é uma fonte recorrente de conflitos, cuja resolução frequentemente recai sobre o Poder Judiciário, que então se vê na contingência de determinar o "valor justo" de uma participação societária ou de um negócio.

A aplicação mais direta da relevância jurídica do valuation manifesta-se nos eventos de saída de sócios. Seja por retirada voluntária, exclusão por justa causa, falecimento, divórcio ou exercício de opções contratuais, a apuração de haveres do sócio que se desliga da sociedade exige a mensuração de sua participação. A definição do método de avaliação aplicável depende, em primeiro lugar, da existência de disposições contratuais, como um Acordo de Sócios ou o próprio contrato ou estatuto social. Tais instrumentos podem e devem estipular com clareza não apenas o método a ser utilizado como Fluxo de Caixa Descontado, múltiplos de mercado ou valor patrimonial mas também as premissas que nortearão a avaliação, podendo inclusive prever a aplicação de descontos em cenários específicos, como na saída voluntária imotivada ou na exclusão de um sócio por falta grave.

Na ausência de um acordo prévio, a legislação societária assume o papel de nortear a avaliação. Historicamente, a regra se baseava no valor patrimonial contábil apurado no último balanço aprovado. Contudo, essa abordagem se mostrou insuficiente, pois o valor contábil raramente reflete o valor econômico real de uma empresa, especialmente sua capacidade de gerar lucros futuros e seus ativos intangíveis. Uma decisão paradigmática do Supremo Tribunal Federal (STF) em 1979 estabeleceu que a avaliação deve ser feita "com a maior amplitude possível", a fim de assegurar uma situação de igualdade entre o sócio retirante e os remanescentes. Este entendimento abriu caminho para a consolidação de métodos mais sofisticados, como o FCD, que captura o valor presente da geração de caixa futura da empresa e é amplamente considerado o que melhor apura o valor de mercado de um negócio em funcionamento.

O Código de Processo Civil, em seu artigo 606, trouxe o conceito de "balanço de determinação" para as sociedades limitadas, estipulando que, na falta de critério contratual, o valor da quota será apurado com base no valor patrimonial, avaliando-se bens e direitos do ativo, tangíveis e intangíveis, a "preço de saída". A interpretação deste dispositivo, contudo, gera controvérsias. Enquanto uma corrente o entende como uma avaliação de liquidação ordenada, outra defende que ele serve de base para a aplicação de métodos de valor econômico, como o FCD, alinhando-se ao princípio da "maior amplitude possível". Dada essa divergência, a

recomendação uníssona é que os sócios regulem a matéria contratualmente, minimizando a margem para disputas judiciais onerosas e demoradas. Porém, é necessário dizer que segundo entendimento atual do Supremo Tribunal de Justiça e na instrução CVM 115/22 (ambos serão discutidos com mais detalhes em um capítulo posposto) o método quando não descrito no contrato social de uma empresa deve ser o método de balanço determinado.

A relevância jurídica do valuation não se esgota na apuração de haveres. Em operações de Fusões e Aquisições (M&A), a avaliação serve como ponto de partida para a negociação do preço de compra. O valor apurado pelo vendedor estabelece uma referência a ser buscada, enquanto a avaliação do comprador determina o limite máximo que ele está disposto a pagar para atingir o retorno esperado sobre seu investimento. O preço final, contudo, será definido pela negociação e pode ser impactado significativamente por contingências passivas (fiscais, trabalhistas, ambientais) apuradas durante o processo de due diligence, que podem levar a descontos ou à criação de contas de garantia. Em vista o mercado de equity, geralmente é usado para se estimar melhor o valor de uma empresa o método de múltiplos, para empresas mais robustas a conta é geralmente feita em torno do Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LATIJA ou EBITDA) já em empresas menores em que o ebitda não é uma reflexão completa da empresa pode ser usada a receita (ambos serão discutidos com mais detalhes em um capítulo posposto).

No contexto regulatório, a avaliação de empresas é igualmente indispensável. Em ofertas públicas iniciais de ações (IPOs), o valuation é a base para a definição da faixa de preço das ações que serão ofertadas ao mercado, informação que deve constar do prospecto registrado na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Para fins fiscais, após uma aquisição, a legislação brasileira (Lei nº 12.973/2014) exige a elaboração de um laudo de avaliação, conhecido como Purchase Price Allocation (PPA), para alocar o preço de compra entre os ativos e passivos adquiridos e determinar o valor do ágio por rentabilidade futura (goodwill), cuja amortização para fins de dedutibilidade fiscal depende estritamente desse laudo. A não apresentação deste documento, elaborado por perito independente, impede o aproveitamento fiscal do ágio.

Adicionalmente, as normas contábeis brasileiras, em harmonia com as internacionais, exigem a realização periódica do "teste de recuperabilidade" (impairment test) para ativos imobilizados e intangíveis. Este teste, regulado pelo Pronunciamento Técnico CPC 01, consiste em comparar o valor contábil de um ativo com seu valor recuperável, que é o maior entre o seu valor justo líquido de despesas de venda e seu valor em uso. Ambos os conceitos exigem a aplicação de técnicas de valuation, como o FCD, para determinar a capacidade de geração de caixa futura do ativo.

O próprio conceito de "Valor Justo", definido pelo Pronunciamento Técnico CPC 46, é central. Trata-se de uma mensuração baseada em mercado, definida como "o preço que seria recebido pela venda de um ativo ou que seria pago pela transferência de um passivo em uma transação não forçada entre participantes do mercado na data de mensuração". Esta definição é a base para inúmeras mensurações contábeis exigidas em outros pronunciamentos, desde instrumentos financeiros até a avaliação de ativos em combinações de negócios, possuindo, portanto, implicações jurídicas diretas em qualquer situação que dependa de demonstrações financeiras fidedignas.

Finalmente, a análise econômica e o valuation são ferramentas cruciais para as autoridades de defesa da concorrência, como o CADE no Brasil. Ao analisar uma fusão ou aquisição, o CADE realiza uma avaliação ex-ante dos seus potenciais impactos sobre o mercado. Utilizando modelos econômicos, a autoridade projeta se a operação tem o potencial de aumentar preços, reduzir a qualidade ou a inovação, em prejuízo dos consumidores. A análise de atos de concentração, portanto, é um exercício de valuation do ponto de vista concorrencial, que pode levar à aprovação, reprovação ou aprovação com restrições da transação, com consequências jurídicas e contratuais diretas para as empresas envolvidas.

Em síntese, a avaliação de empresas é uma disciplina que permeia todo o ciclo de vida de um negócio, desde sua estruturação contratual, passando por transações de capital e cumprimento de obrigações regulatórias, até a resolução de disputas. Uma avaliação robusta, transparente e metodologicamente defensável não é um luxo, mas uma necessidade jurídica e contratual imperativa, que confere segurança, previsibilidade e equidade às relações societárias e comerciais.

### 2.3. Implicações em fusões, aquisições e disputas societárias

Já estando estabelecido o valuation como uma ferramenta essencial para a tomada de decisão interna e um requisito fundamental no arcabouço jurídico mundial, é no campo dinâmico das fusões, aquisições e disputas societárias que sua aplicação prática se torna mais complexa e estratégica. Nesses cenários, a avaliação transcende o papel de um mero laudo técnico para se converter em um instrumento de negociação, persuasão e, frequentemente, de litígio. As implicações de uma avaliação bem-sucedida ou malconduzida são diretas e financeiramente significativas, determinando o resultado de transações multimilionárias e a resolução de conflitos que podem definir a continuidade de um negócio.

No contexto de fusões e aquisições, a avaliação inicial de uma empresa-alvo é o ponto de partida para a construção de uma narrativa de valor. Para a parte vendedora, o objetivo primordial é maximizar o preço de venda, o que frequentemente é alcançado ao se estruturar um processo competitivo. Negociar com um único interessado confere a este um poder de barganha desproporcional, limitando a capacidade do vendedor de pressionar por melhores termos. Um processo bem organizado, que apresenta a tese de investimento a um grupo selecionado de potenciais compradores estratégicos, cria uma demanda que pode elevar o preço de fechamento significativamente acima do valor intrínseco inicialmente estimado. A avaliação serve, neste caso, não como um número final, mas como uma peça fundamental de marketing estratégico.

O valor obtido em uma transação também é fortemente influenciado por fatores externos, como o momento do mercado e o estágio de consolidação da indústria. Um setor em fase de "fragmentação", com muitos competidores pequenos, pode atrair aquisições focadas em ganhar escala e receita, mesmo com baixa rentabilidade. Já em uma fase de "aquisição", onde líderes de mercado começam a emergir, muitas vezes com capital de fundos de investimento, bons prêmios podem ser pagos por empresas que ofereçam rentabilidade, talentos ou diversificação geográfica. Compreender em que fase o setor se encontra é uma implicação estratégica direta do processo de valuation, pois posiciona a empresa para extrair o máximo valor possível de uma janela de oportunidade.

As disputas societárias, por sua vez, representam o cenário onde as divergências de avaliação se manifestam de forma mais aguda. Tendo o arcabouço legal como plano de fundo, os conflitos raramente surgem pela ausência de uma obrigação de avaliar, mas sim pela metodologia e, principalmente, pelas premissas utilizadas. Em uma apuração de haveres baseada no Fluxo de Caixa Descontado, por exemplo, as partes podem divergir drasticamente sobre a taxa de crescimento futuro, a taxa de desconto aplicada e, de forma crucial, sobre a normalização dos resultados financeiros.

O conceito de "EBITDA Ajustado" ou "Normalizado" é um campo fértil para controvérsias. O sócio retirante buscará adicionar de volta ao cálculo do EBITDA despesas consideradas extraordinárias, não recorrentes ou relacionadas aos sócios (como salários acima do mercado ou despesas pessoais), a fim de apresentar um resultado operacional maior e, conseqüentemente, um valuation mais elevado. Os sócios remanescentes, em contrapartida, contestarão esses ajustes, argumentando que tais despesas são, na verdade, parte do custo normal da operação. A capacidade de justificar e defender cada um desses ajustes com base em práticas contábeis e de mercado é uma implicação direta e de grande impacto financeiro no desfecho da disputa.

Outro ponto clássico de discórdia em disputas envolvendo participações minoritárias é a aplicação de um "Desconto por Falta de Liquidez" (DLOM - Discount for Lack of Marketability). A parte majoritária pode argumentar que o valor proporcional da participação minoritária deve sofrer um desconto significativo, pois não possui a mesma liquidez ou os mesmos direitos de controle do bloco majoritário. A quantificação desse desconto é altamente subjetiva e pode reduzir drasticamente o valor a ser pago ao sócio retirante, tornando-se um ponto central do debate jurídico-financeiro.

Para mitigar tais conflitos no nascedouro, especialmente em transações de M&A, o contrato pode prever mecanismos para lidar com a incerteza da avaliação. Uma ferramenta comum é a cláusula de earn-out, que estabelece pagamentos complementares de preço condicionados ao desempenho futuro da empresa adquirida. Esse mecanismo adia parte da discussão de valor, atrelando-a a metas concretas e alinhando os interesses de comprador e vendedor no período pós-

aquisição. Da mesma forma, ajustes contratuais baseados na Necessidade de Capital de Giro (NCG) na data de fechamento são praxe, garantindo que o comprador receba a empresa com a liquidez operacional necessária para gerar os fluxos de caixa que fundamentaram a avaliação, evitando manipulações que poderiam inflar o preço artificialmente.

Portanto, em fusões, aquisições e disputas, o valuation evolui de uma análise estática para uma argumentação dinâmica. A implicação prática mais importante é que o sucesso não depende apenas de se chegar a um número, mas de se construir a tese de valor mais robusta, defensável e persuasiva, que resista ao escrutínio da contraparte, de peritos e do sistema judiciário.

#### 2.4 Discussão de casos

A análise teórica da importância do valuation ganha contornos práticos ao ser aplicada a um caso concreto. O exercício de avaliação da Arezzo Indústria e Comércio S.A., detalhado em estudo acadêmico, serve como uma excelente síntese das discussões apresentadas nos subtópicos anteriores, demonstrando como as dimensões gerencial, jurídica e transacional convergem em um único processo analítico. Este caso permite ilustrar, com dados e premissas reais, a aplicação da metodologia de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) para determinar o valor de uma companhia de capital aberto no Brasil.

Conectando-se à tomada de decisão empresarial, o estudo de caso da Arezzo demonstra que o valuation é, em sua essência, um exercício de planejamento estratégico. A análise não se limita a dados históricos; ela projeta as operações da empresa por um horizonte de dez anos, de 2022 a 2031, fundamentando-se em premissas sobre o crescimento futuro de cada uma de suas linhas de negócio. Para realizar tais projeções, o analista precisou investigar os value drivers da companhia: a força de seu portfólio de marcas (Arezzo, Schutz, Anacapri, Vans, Reserva, etc.), a eficácia de seu modelo de negócios multicanal (lojas próprias, franquias, multimarcas e e-commerce) e, crucialmente, sua estratégia de crescimento via aquisições de outras marcas. A decisão de um investidor externo de comprar ou não a ação, baseada na conclusão de que o papel estaria subvalorizado, espelha

a lógica de uma decisão de investimento interna, que igualmente se basearia em projeções de retorno sobre o capital a ser empregado.

A relevância jurídica e contratual do processo de avaliação é evidenciada pela metodologia rigorosa e pelas fontes utilizadas no estudo da Arezzo. O cálculo do valor da empresa depende de informações extraídas de relatórios financeiros auditados, que possuem validade jurídica e refletem a conformidade da empresa com as normas contábeis. Além disso, a determinação da taxa de desconto (WACC), um dos elementos mais sensíveis e subjetivos da avaliação, ilustra um ponto que seria central em qualquer disputa judicial. No caso em análise, o WACC foi calculado em 18,9% , derivado de premissas sobre a taxa livre de risco, o prêmio de risco de mercado e o beta da ação. Em um litígio de apuração de haveres, cada um desses componentes seria objeto de intenso debate pericial, pois pequenas variações na taxa de desconto geram impactos significativos no valor final. O estudo, portanto, materializa o tipo de laudo técnico que seria apresentado em juízo para fundamentar uma pretensão, cuja força probatória dependeria da defensibilidade de suas premissas.

Finalmente, o caso Arezzo exemplifica perfeitamente as implicações em fusões, aquisições e disputas societárias. A estratégia de crescimento da companhia é explicitamente baseada na aquisição de outras marcas, como o Grupo Reserva e a Baw Clothing. Cada uma dessas transações exigiu que a Arezzo realizasse um valuation da empresa-alvo para determinar o preço de compra, considerando as sinergias e o potencial de crescimento a ser agregado ao seu portfólio. O estudo de caso, ao realizar uma avaliação da Arezzo como um todo, implicitamente já consolida o valor gerado por essas aquisições passadas e projeta o sucesso contínuo dessa estratégia.

Hipoteticamente, este mesmo laudo poderia servir de base para uma disputa. Imagine-se que um dos sócios fundadores de uma marca adquirida pela Arezzo tivesse, por contrato, o direito de vender sua participação remanescente após alguns anos, com base em um valuation futuro. O método de FCD seria um ponto de partida natural, mas as premissas seriam ferozmente debatidas. O sócio retirante poderia argumentar por uma taxa de crescimento de receita mais agressiva ou por um prêmio de risco menor, enquanto a Arezzo poderia defender

premissas mais conservadoras. A taxa de crescimento na perpetuidade, definida no estudo em 4,0% com base na inflação projetada, seria outro ponto focal de discórdia, pois representa o valor da empresa para todo o sempre. A análise da Arezzo, portanto, não é apenas um cálculo de valor justo, ela é um modelo de como uma tese de valor é construída e quantificada, pronta para ser defendida em uma mesa de negociação ou em um tribunal.

## Capítulo 3: Valor de Mercado

### 3.1. Conceito e fundamentos

O conceito de "valor de mercado" representa a mais direta e publicamente observável medida de valor para uma companhia de capital aberto. Em sua formulação mais simples, o valor de mercado de uma empresa é o produto do preço de cotação de uma única ação pelo número total de ações em circulação. Essa métrica, atualizada continuamente pela dinâmica da oferta e da demanda nos pregões das bolsas de valores, reflete o consenso dos investidores sobre o valor do patrimônio líquido da empresa em um determinado momento. É uma mensuração eminentemente externa, um "preço de saída" que representa o montante que seria recebido pela venda do ativo em uma transação não forçada entre participantes do mercado.

O principal fundamento por trás da utilização do valor de mercado como uma métrica confiável é a hipótese de eficiência dos mercados de capitais. Esta premissa assume que o preço da ação, formado pela interação de inúmeros investidores, analistas e gestores de recursos, já reflete e incorpora toda a informação publicamente disponível sobre a empresa. Fatores como seu desempenho financeiro histórico, a qualidade de sua gestão, seu posicionamento competitivo, as perspectivas de crescimento futuro e os riscos inerentes ao seu negócio e setor de atuação já estariam ponderados e precificados pelos participantes do mercado. Nessa perspectiva, a avaliação é realizada pelo próprio mercado, de forma contínua, descentralizada e, em tese, imparcial. A cotação em bolsa é, portanto, a expressão tangível da opinião coletiva sobre a capacidade da empresa de gerar benefícios econômicos futuros.

A robustez deste conceito é reconhecida e formalizada pelas normas técnicas de contabilidade. O Pronunciamento Técnico CPC 46, que trata da "Mensuração do Valor Justo", estabelece uma hierarquia de três níveis para as informações (inputs) utilizadas nas técnicas de avaliação. O "Nível 1", de mais alta prioridade e confiabilidade, é composto por "preços cotados (não ajustados) em mercados

ativos para ativos ou passivos idênticos". O preço da ação de uma companhia negociada em uma bolsa de valores como a B3 é o exemplo por excelência de um input de Nível 1. Isso confere ao valor de mercado uma objetividade e uma defensibilidade superiores a outras metodologias, como o fluxo de caixa descontado, que dependem de projeções e premissas internas da entidade e, portanto, se enquadram em níveis inferiores da hierarquia (geralmente Nível 3, de dados não observáveis).

Este Pronunciamento define valor justo como o preço que seria recebido pela venda de um ativo ou pago pela transferência de um passivo em uma transação não forçada entre participantes do mercado na data de mensuração nas condições atuais de mercado (ou seja, um preço de saída), independentemente de esse preço ser diretamente observável ou estimado utilizando-se outra técnica de avaliação. O preço no mercado principal (ou mais vantajoso) utilizado para mensurar o valor justo do ativo ou passivo não deve ser ajustado para refletir custos de transação. Os custos de transação devem ser contabilizados de acordo com outros Pronunciamentos

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Pronunciamento Técnico CPC 46: Mensuração do Valor Justo. Revisão 12. 2012.

É crucial, no entanto, não confundir o valor de mercado com o valor intrínseco de uma empresa. Conforme a distinção clássica, "preço é o que se paga, valor é o que se obtém". O valor de mercado é um preço. Ele pode ser influenciado por fatores que não estão estritamente ligados aos fundamentos de longo prazo da empresa, como o "temperamento do mercado e momentum" ou narrativas superficiais que capturam a atenção dos investidores. O valor intrínseco, por outro lado, é uma estimativa do valor "real" da empresa, geralmente obtida por meio de uma análise fundamentalista, como o método do fluxo de caixa descontado, que projeta a capacidade de geração de caixa da empresa ao longo de sua vida útil. A diferença entre esses dois valores o preço de mercado e o valor intrínseco estimado é justamente o que cria as oportunidades de investimento.

Em suma, o conceito de valor de mercado é o pilar da abordagem de mercado para a avaliação de empresas. Ele se fundamenta na eficiência informacional dos mercados de capitais e é validado pelas normas contábeis como a forma mais

confiável de mensuração do valor justo. Para companhias de capital aberto, é a sua avaliação primária e mais transparente para as de capital fechado e para fins de análise de investimento, serve como o principal referencial contra o qual outras metodologias, mais subjetivas, são calibradas e comparadas.

### 3.2. Fatores que influenciam o valor de mercado

O valor de mercado de uma empresa de capital aberto, embora conceitualmente simples, é o resultado da interação de um complexo conjunto de fatores. Ele não se forma no vácuo; pelo contrário, é um reflexo dinâmico de informações, expectativas e percepções que podem ser categorizadas em três níveis: fatores fundamentais (intrínsecos à empresa), fatores macroeconômicos e setoriais (externos) e fatores comportamentais (psicológicos dos investidores). A compreensão desses três vetores é crucial para interpretar o significado e a volatilidade do valor de mercado.

Os fatores fundamentais são a base sobre a qual o valor de mercado é construído. Conforme a teoria clássica de finanças, o valor de um ativo é determinado por sua capacidade de gerar fluxos de caixa futuros para seus detentores. Portanto, os principais influenciadores do valor de mercado são os indicadores da saúde e do desempenho econômico da empresa. Isso inclui a qualidade de suas receitas, que é avaliada por sua diversidade, previsibilidade e rentabilidade ; suas perspectivas de crescimento futuro, que sinalizam a expansão dos lucros ; e a robustez de sua governança corporativa, que mitiga riscos e aumenta a confiança dos investidores. A capacidade da gestão de alocar capital de forma eficiente, investindo em projetos com retorno superior ao seu custo, é o motor primário da criação de valor intrínseco, que, em um mercado racional, deveria ser refletido no valor de mercado.

Contudo, nenhuma empresa opera isoladamente. Fatores macroeconômicos e setoriais exercem uma influência poderosa sobre as avaliações de mercado. Variáveis como as taxas de juros, a inflação e o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) afetam diretamente tanto as projeções de resultado das empresas quanto a taxa de desconto utilizada pelos investidores para trazer esses resultados a valor presente. Uma alta na taxa de juros, por exemplo, eleva o custo de capital, tornando os fluxos de caixa futuros menos valiosos hoje e, conseqüentemente,

pressionando o valor de mercado para baixo. Da mesma forma, tendências específicas de um setor, como uma inovação tecnológica disruptiva ou uma mudança regulatória, podem redefinir drasticamente as expectativas de crescimento e lucratividade para todas as empresas que nele atuam.

A teoria das finanças comportamentais introduz uma terceira camada de influências: os fatores psicológicos e os vieses cognitivos dos investidores. Em contraposição à Hipótese de Mercados Eficientes que postula que os preços refletem sempre toda a informação disponível de forma racional, as finanças comportamentais demonstram que o "sentimento do investidor" pode fazer com que os preços das ações se desviem de seus valores fundamentais por períodos prolongados. Fenômenos como o excesso de confiança, o comportamento de manada e a aversão à perda podem levar a um "excesso de volatilidade", onde os preços se movem muito mais do que seria justificado por novas informações sobre os fundamentos da empresa. A presença de "noise traders" (investidores que tomam decisões baseadas em ruído e não em análise fundamentalista) cria riscos que impedem que os investidores racionais corrijam sempre e imediatamente essas distorções, devido aos "limites à arbitragem". Assim, o valor de mercado em um dado momento pode refletir não apenas os fundamentos da empresa, mas também uma onda de otimismo ou pessimismo coletivo.

### 3.3. Limitações e desafios jurídicos na utilização do valor de mercado

Apesar de o valor de mercado ser uma referência objetiva e um input de Nível 1 na hierarquia do valor justo, sua utilização como medida definitiva de valor, especialmente em contextos jurídicos e contratuais, apresenta limitações e desafios significativos. A mais fundamental dessas limitações é sua restrita aplicabilidade: o método é, por definição, exclusivo para empresas de capital aberto, cujas ações são negociadas em um mercado ativo como a bolsa de valores. No Brasil, essas companhias representam uma porcentagem ínfima do universo empresarial, composto majoritariamente por sociedades limitadas e de capital fechado. Para a esmagadora maioria dos negócios no país, simplesmente não existe um valor de mercado diretamente observável, tornando esta abordagem impraticável em sua forma pura.

Mesmo para o seleto grupo de empresas listadas, a confiança irrestrita na cotação de mercado ignora a complexidade de sua formação e pode levar a resultados materialmente injustos. A principal limitação teórica, fundamentada pelas finanças comportamentais, é a potencial divergência entre o preço de mercado e o valor intrínseco. A constatação de que os mercados exibem "excesso de volatilidade" e que os preços podem se descolar dos fundamentos por longos períodos cria um dilema jurídico. Em uma apuração de haveres, fixar o valor da participação de um sócio com base na cotação de um único dia pode ser injusto se essa data coincidir com um momento de pânico no mercado ou euforia especulativa, fenômenos que nada dizem sobre a capacidade de geração de caixa de longo prazo da empresa. A jurisprudência brasileira, ao consagrar o princípio da "maior amplitude possível" para a avaliação, reconhece essa limitação, abrindo espaço para que metodologias baseadas nos fundamentos, como o Fluxo de Caixa Descontado, corrijam ou complementem a informação do mercado.

Um segundo desafio jurídico surge da natureza da unidade transacionada. O preço da ação na bolsa reflete o valor de uma participação minoritária e sem poder de controle. Ele não incorpora o chamado "prêmio de controle", o valor adicional que um comprador está disposto a pagar para adquirir a gestão da empresa. Em uma operação de M&A que visa à aquisição de controle, o preço por ação pago é quase invariavelmente superior ao preço de mercado. Portanto, utilizar o valor de mercado como base para determinar o preço de uma aquisição de controle seria juridicamente frágil, pois subestimaria o valor da transação. Inversamente, na avaliação de uma participação minoritária em uma disputa, a parte contrária pode argumentar pela aplicação de um "desconto de minoria", defendendo que um bloco de ações sem controle vale menos que seu valor proporcional de mercado.

Adicionalmente, o próprio conceito de "mercado ativo", pressuposto para um preço de Nível 1, é uma limitação. Muitas empresas listadas em bolsa possuem baixa liquidez. Nesses casos, o preço da última transação pode não ser representativo do valor justo. Fundamentar uma decisão judicial em uma cotação de um mercado sem liquidez é se apoiar em uma base instável.

Em conclusão, o valor de mercado, apesar de sua aparente objetividade, não é uma medida universal nem infalível. Sua principal limitação é sua exclusividade às

poucas empresas de capital aberto. Mesmo para estas, sua volatilidade e a dissociação entre preço e valor intrínseco impõem cautela em sua aplicação jurídica. Em vez de ser uma resposta definitiva, o valor de mercado deve ser tratado como um ponto de partida, uma referência importante que, em muitos contextos litigiosos e transacionais, precisa ser corroborada e, se necessário, ajustada por uma análise fundamentalista para garantir um resultado equânime.

#### 3.4. Caso Concreto:

Para materializar os conceitos, fundamentos e limitações discutidos, consideremos o caso hipotético da empresa XPTO S.A., uma companhia do setor de tecnologia com ações negociadas no Novo Mercado da B3 sob o código XPTO3. A aplicação do conceito de valor de mercado a esta empresa ilustra como a teoria se manifesta na prática e quais desafios emergem de sua utilização.

Suponha que, em uma determinada data de análise, as ações da XPTO S.A. estejam cotadas a R\$ 50,00 e que a empresa possua 100 milhões de ações em circulação. O cálculo do seu valor de mercado é direto: R\$ 50,00 por ação multiplicado por 100 milhões de ações, resultando em um valor de mercado de R\$ 5 bilhões. Este número representa uma medida de valor justo de Nível 1, a mais objetiva e verificável, pois é derivada diretamente de um preço observável em um mercado ativo. Este é o valor que o consenso dos investidores, naquele exato momento, atribui ao patrimônio líquido da companhia.

A análise, contudo, aprofunda-se ao questionar os fatores que sustentam essa cotação de R\$ 50,00, conforme discutido anteriormente. Um analista fundamentalista poderia justificar este preço com base nos sólidos prospectos da XPTO S.A.: um histórico de crescimento de receita robusto, margens de lucro elevadas devido à sua tecnologia proprietária e o lançamento iminente de um produto inovador com alto potencial de mercado. Adicionalmente, um ambiente macroeconômico com taxas de juros em queda poderia estar incentivando o investimento em ativos de risco como ações de tecnologia, contribuindo para a valorização. No entanto, à luz das finanças comportamentais, parte desse valor poderia ser atribuído a um forte "sentimento do investidor" positivo em relação ao

setor de tecnologia, talvez um otimismo exagerado que não se ancora totalmente nos fundamentos de longo prazo.

É aqui que as limitações e os desafios jurídicos se tornam patentes. Imagine que um concorrente, um comprador estratégico, deseje adquirir o controle total da XPTO S.A. Seria ingênuo presumir que a transação ocorreria com base nos R\$ 5 bilhões de valor de mercado. Para convencer os acionistas, especialmente o bloco de controle, a cederem suas posições e o poder de gestão, o adquirente provavelmente teria de oferecer um "prêmio de controle", pagando, por exemplo, R\$ 65,00 por ação, o que elevaria o valor da transação para R\$ 6,5 bilhões. O valor de mercado, neste caso, serve como um piso para a negociação, mas não como o preço final da aquisição.

Agora, considere um cenário de disputa societária. Um sócio minoritário relevante da XPTO S.A. decide exercer seu direito de retirada em uma data em que, devido a uma crise de mercado não relacionada à empresa, as ações despencam momentaneamente para R\$ 35,00. A utilização estrita do valor de mercado nesse dia resultaria em um pagamento significativamente inferior ao que seria considerado justo com base nos fundamentos da empresa, prejudicando o sócio retirante. Este é um desafio jurídico clássico: a volatilidade do mercado, muitas vezes influenciada por fatores comportamentais, pode gerar uma distorção que entra em conflito com o princípio de uma apuração de haveres equânime. Em tal situação, é provável que uma disputa judicial se instaure, e o juiz determine a realização de uma avaliação por outro método, como o Fluxo de Caixa Descontado, para chegar a um valor intrínseco que neutralize os efeitos da volatilidade de curto prazo.

O exemplo da XPTO S.A. demonstra, portanto, que o valor de mercado é uma métrica poderosa e indispensável, mas não absoluta. Ele é o ponto de partida, a referência mais visível de valor. Contudo, sua interpretação e aplicação exigem uma análise crítica dos fatores que o influenciam e uma compreensão de suas limitações intrínsecas, especialmente quando confrontado com as realidades complexas de uma transação de controle ou de uma disputa legal.

## Capítulo 4: Avaliação Patrimonial

### 4.1. Conceito e composição do patrimônio

O conceito de valor patrimonial representa uma das abordagens mais intuitivas e fundamentais na avaliação de empresas. Em sua essência, o valor patrimonial busca mensurar o valor líquido de uma companhia a partir de seus ativos, após a dedução de todas as suas obrigações (passivos). Trata-se de uma fotografia do que a empresa possui e do que ela deve em uma data específica, sendo o resultado a medida de seu patrimônio líquido. Esta abordagem, também conhecida como avaliação baseada em ativos, pode ser desdobrada em duas vertentes principais: a contábil e a econômica, cada qual com suas próprias premissas, metodologias e finalidades.

Do ponto de vista contábil, o valor patrimonial é uma medida estática e retrospectiva, apurada diretamente a partir do balanço patrimonial da empresa. A composição do patrimônio, sob esta ótica, segue a equação fundamental da contabilidade:  $\text{Ativos} = \text{Passivos} + \text{Patrimônio Líquido}$ . O patrimônio líquido, portanto, é o valor residual dos ativos da entidade depois de deduzidos todos os seus passivos. Os ativos, por sua vez, são os recursos controlados pela empresa como resultado de eventos passados e dos quais se espera que resultem futuros benefícios econômicos. Os passivos são as obrigações presentes, decorrentes de eventos passados, cuja liquidação se espera que resulte em uma saída de recursos.

A grande característica e também a principal limitação do valor patrimonial contábil é que ele se baseia, em grande medida, no custo histórico. Os ativos não financeiros, como imóveis, máquinas e equipamentos, são registrados pelo seu custo de aquisição e, ao longo do tempo, sofrem depreciação para refletir seu desgaste, mas não são, via de regra, reavaliados para refletir a valorização de mercado. Da mesma forma, muitos ativos intangíveis de grande valor, como marcas, reputação e capital intelectual desenvolvidos internamente, sequer são registrados no balanço. O valor patrimonial contábil, portanto, representa o

investimento histórico dos sócios na empresa, acrescido dos lucros retidos ao longo dos anos, mas não reflete necessariamente o valor econômico corrente ou a capacidade de geração de riqueza futura do negócio.

Em contraposição, a perspectiva econômica busca aferir o valor patrimonial sob uma ótica de mercado, ajustando os valores contábeis para refletir seu valor econômico real na data da avaliação. Esta abordagem se desdobra em dois conceitos principais: o valor de substituição e o valor de liquidação. O valor de substituição, ou custo de reposição, corresponde ao montante que seria necessário, na data da análise, para construir ou adquirir um conjunto de ativos similar, com a mesma capacidade de serviço dos ativos existentes na empresa. Este cálculo deve levar em conta não apenas os custos diretos, mas também os ajustes necessários para refletir a obsolescência física, funcional, tecnológica e econômica dos ativos atuais.

Por outro lado, o valor de liquidação representa o montante líquido que seria obtido caso a empresa encerrasse suas operações, vendesse todos os seus ativos de forma individual e liquidasse todos os seus passivos. Este valor é frequentemente considerado um "piso" para o valor da companhia, pois representa o cenário de descontinuidade do negócio. Em contextos jurídicos, como em processos de falência ou na dissolução total de uma sociedade, a apuração do valor de liquidação torna-se o método de avaliação primordial.

A composição do patrimônio sob a ótica econômica transcende os limites do que é registrado no balanço contábil. A legislação processual civil brasileira, ao prever a elaboração de um "balanço de determinação" para a apuração de haveres, estipula a necessidade de se avaliar "bens e direitos do ativo, tangíveis e intangíveis, a preço de saída". Esta determinação legal força o avaliador a ir além do custo histórico e a mensurar o valor de mercado de todos os ativos, inclusive aqueles não registrados na contabilidade. A avaliação de ativos intangíveis como marcas, patentes, contratos favoráveis, carteira de clientes e o goodwill torna-se, então, um componente crítico e desafiador da apuração do valor patrimonial econômico, sendo um dos principais fatores que explicam a frequente e substancial diferença entre o valor de mercado de uma empresa e seu valor patrimonial contábil.

## 4.2. Avaliação contábil vs. avaliação econômica

A distinção entre a avaliação contábil e a avaliação econômica do patrimônio é fundamental para a correta aplicação do conceito de valor em diferentes contextos, sejam eles gerenciais, transacionais ou jurídicos. Embora ambas partam da mesma equação fundamental o valor líquido de uma empresa como a diferença entre seus ativos e passivos suas premissas, metodologias e, conseqüentemente, seus resultados divergem substancialmente. A avaliação contábil oferece uma visão retrospectiva e objetiva, pautada por normas e princípios rígidos, enquanto a avaliação econômica adota uma perspectiva prospectiva e de mercado, buscando capturar a capacidade real da empresa de gerar riqueza.

A avaliação contábil, é estritamente vinculada aos documentos contábeis como o balanço patrimonial da entidade. Seu principal pilar é o princípio do custo histórico, segundo o qual os ativos são registrados pelo valor de sua aquisição. As normas contábeis, como os Pronunciamentos do Comitê de Pronunciamentos Contábeis no Brasil, estabelecem regras precisas para o reconhecimento, a mensuração e a evidenciação de ativos e passivos, visando à fidedignidade e à comparabilidade das demonstrações financeiras. O valor patrimonial contábil, portanto, reflete os investimentos realizados e os lucros acumulados ao longo do tempo. Sua grande virtude é a objetividade: os valores são baseados em transações passadas e documentadas, conferindo um alto grau de verificabilidade e segurança jurídica ao analisar a empresa com uma lente puramente materialista e concreta.

Contudo, essa mesma característica gera sua principal limitação. O valor contábil raramente converge com o valor econômico de uma empresa em funcionamento. Ativos de grande importância, como uma marca forte, uma carteira de clientes fidelizada ou uma tecnologia inovadora desenvolvida internamente, frequentemente não são aferidas um valor justo e real no balanço patrimonial, pois não foram objeto de uma transação de aquisição que lhes atribuisse um custo mensurável. Da mesma forma, um imóvel adquirido há décadas pode ter seu valor de mercado multiplicado, mas seu registro contábil permanecerá atrelado ao custo original, apenas ajustado pela depreciação. O valor patrimonial contábil, portanto, não é projetado para mensurar o potencial de geração de caixa futuro de um negócio, mas sim para fornecer um registro histórico de sua posição financeira.

É precisamente essa lacuna que a avaliação econômica busca preencher. Seu objetivo não é registrar o passado, mas estimar o valor presente dos benefícios econômicos futuros que os ativos da empresa são capazes de gerar. Esta abordagem abandona o custo histórico em favor do "valor justo", definido como o preço que seria recebido pela venda de um ativo em uma transação de mercado não forçada.

A avaliação econômica, portanto, analisa o valor onde a contabilidade tradicional se silencia. Ativos intangíveis, que são a principal fonte de vantagem competitiva para muitas empresas modernas como a Meta ou Google, são explicitamente mensurados e incorporados ao valor da companhia. O valor de uma marca, por exemplo, pode ser estimado pelo método de relief-from-royalty, que calcula o valor presente dos pagamentos de royalties que a empresa "economiza" por possuir a marca em vez de licenciá-la de terceiros. A própria legislação processual brasileira, ao exigir a avaliação de ativos tangíveis e "intangíveis" a "preço de saída" na apuração de haveres, reconhece a insuficiência da ótica puramente contábil e impulsiona a aplicação de uma avaliação econômica mais ampla.

#### 4.3. Aplicações práticas e repercussões legais

A distinção teórica entre a avaliação contábil e a econômica do patrimônio se materializa em aplicações práticas de grande relevância, cujas repercussões legais e financeiras são diretas e, por vezes, determinantes para o futuro de uma empresa. A escolha da metodologia de avaliação patrimonial não é um mero detalhe técnico; ela define a base para negociações em transações de capital, orienta o cumprimento de obrigações regulatórias e, em situações de crise, fundamenta decisões judiciais sobre a sobrevivência ou a liquidação de um negócio. As principais aplicações práticas se manifestam nos processos de fusões e aquisições, na conformidade com as normas de relatórios financeiros e, de forma crítica, nos cenários de insolvência empresarial.

No âmbito das fusões e aquisições, a avaliação patrimonial desempenha papéis específicos e estratégicos. Embora a avaliação primária de uma empresa em funcionamento seja frequentemente baseada em sua capacidade de geração de caixa futuro em múltiplos de mercado, a abordagem patrimonial é indispensável.

Primeiramente, o valor de liquidação a estimativa do montante líquido que seria obtido com a venda individual dos ativos e quitação dos passivos serve como um "valor piso" na negociação. Um vendedor raramente aceitará um preço inferior a esse patamar, pois representaria um resultado pior do que simplesmente encerrar as operações. Em contrapartida, o valor de substituição o custo para se construir um conjunto de ativos com capacidade equivalente pode atuar como um "teto", pois um comprador dificilmente pagará por uma empresa mais do que o custo para replicar sua estrutura operacional.

A repercussão legal mais significativa da avaliação patrimonial em M&A, contudo, ocorre no estágio pós-aquisição, por meio da Alocação do Preço de Compra. A legislação tributária brasileira exige que o adquirente realize uma avaliação para alocar o preço pago ao valor justo de cada ativo identificável (tangível e intangível) e passivo assumido. Este é um exercício mandatório de avaliação patrimonial econômica. O valor residual, que não pode ser alocado a ativos específicos, é classificado como ágio por rentabilidade futura. A possibilidade de amortizar fiscalmente esse ágio, gerando um benefício tributário relevante, é legalmente condicionada à existência e à qualidade técnica deste laudo de PPA. A falha em realizar uma avaliação patrimonial econômica defensável nesta etapa tem como repercussão legal direta a perda de um ativo fiscal valioso.

Outra aplicação crucial, com fortes implicações legais, ocorre no âmbito dos relatórios financeiros através do teste de recuperabilidade de ativos. Normas contábeis, como o CPC 01, obrigam as empresas a comparar, periodicamente, o valor contábil de seus ativos com seu valor recuperável. Este último é definido como o maior valor entre o "valor em uso" (uma métrica de fluxo de caixa) e o "valor justo líquido de despesas de venda" (uma métrica patrimonial econômica). Este processo força uma confrontação periódica entre o valor patrimonial contábil (histórico) e o valor patrimonial econômico (de mercado). A repercussão legal de um teste que aponte perda de valor é a obrigação de registrar uma baixa contábil (write-down), com impacto direto no balanço patrimonial e no resultado do exercício.

Os requisitos de mensuração e divulgação deste Pronunciamento [CPC 46] não se aplicam a: (a) transações de pagamento baseadas em ações dentro do alcance do CPC 10 – Pagamento Baseado em Ações; (b)

transações de arrendamento dentro do alcance do CPC 06 – Operações de Arrendamento Mercantil; e (c) mensurações que tenham algumas similaridades com o valor justo, mas que não representem o valor justo, como, por exemplo, o valor realizável líquido a que se refere o Pronunciamento CPC 16 – Estoques ou o valor em uso a que se refere o Pronunciamento CPC 01 – Redução ao Valor Recuperável de Ativos.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Pronunciamento Técnico CPC 46: Mensuração do Valor Justo. Revisão 12. 2012.

As aplicações do valor patrimonial tornam-se ainda mais críticas em cenários de insolvência. Em um processo de falência, o objetivo principal é a liquidação dos ativos para pagamento dos credores. Nesse contexto, a avaliação patrimonial sob a ótica de liquidação torna-se a metodologia central. O foco se desloca completamente da capacidade de geração de lucros futuros para o "preço de saída" imediato de cada ativo. A repercussão jurídica deste laudo de avaliação é imensa, pois ele fundamenta o plano de realização do ativo, estabelece o valor mínimo para a venda em leilão e determina a ordem e a proporção do pagamento aos credores. Surge, aqui, o desafio legal de diferenciar entre uma liquidação ordenada, que busca maximizar o valor dos ativos, e uma liquidação forçada, que pode resultar em preços muito inferiores ao valor justo.

No caso da recuperação judicial, a lógica se inverte, mas a avaliação patrimonial permanece essencial. O objetivo é demonstrar a viabilidade da empresa para que ela possa se reestruturar e continuar operando. O plano de recuperação judicial apresentado aos credores e ao juiz deve ser amparado por um laudo de avaliação que demonstre, de forma convincente, que o valor da empresa como going concern (geralmente apurado por FCD) é superior ao seu valor de liquidação. A repercussão jurídica é clara: os credores somente aprovarão o plano se a avaliação indicar que eles têm a perspectiva de receber mais com a continuidade da empresa do que receberiam na sua liquidação imediata em um cenário de falência. A avaliação patrimonial de liquidação funciona, portanto, como o cenário contrafactual que justifica a aprovação do plano de recuperação.

Em suma, as aplicações do valor patrimonial são vastas e suas repercussões legais, diretas. A abordagem contábil oferece uma base de partida, mas é a avaliação econômica do patrimônio que informa as decisões mais críticas em

transações, conformidade regulatória e, de maneira decisiva, nos processos de reestruturação e insolvência empresarial.

#### 4.4. Exemplos práticos: Avaliação patrimonial da Petrobras em um cenário hipotético de falência

Para ilustrar de maneira contundente a aplicação do conceito de valor patrimonial e suas repercussões legais, concebe-se um cenário hipotético em que a Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras, em decorrência de uma crise de liquidez insuperável, tem sua falência decretada judicialmente. Neste contexto de descontinuidade operacional, a métrica de avaliação da companhia sofre uma transformação fundamental: o foco se desloca da sua capacidade de gerar lucros futuros como uma empresa em funcionamento para a apuração de seu valor patrimonial de liquidação. A questão central passa a ser a mensuração do montante que pode ser realizado com a venda de seus ativos para satisfazer as obrigações perante seus credores.

O ponto de partida formal para o administrador judicial seria o balanço patrimonial contábil da companhia. Conforme as demonstrações financeiras consolidadas de 31 de dezembro de 2024, a Petrobras registraria um Ativo Total de US\$ 181,6 bilhões e um Patrimônio Líquido de US\$ 59,3 bilhões. Este último valor representa o valor patrimonial contábil, uma cifra que, embora objetiva, é baseada em grande parte no custo histórico dos ativos, deduzido de sua depreciação acumulada e perdas por impairment. Como discutido nos subtópicos anteriores, tal valor é legal e economicamente insuficiente para um processo falimentar, que exige a transição para uma avaliação patrimonial econômica focada no valor de realização dos ativos.

A tarefa do administrador judicial, com o auxílio de peritos, seria converter cada linha do balanço contábil em uma estimativa de seu valor de liquidação. No que tange aos Ativos Circulantes, de US\$ 21,8 bilhões, a liquidez varia. O Caixa e Equivalentes de Caixa (US\$ 3,3 bilhões) seria realizado pelo seu valor de face. Contudo, as Contas a Receber (US\$ 3,6 bilhões) seriam submetidas a um significativo deságio, pois a falência da Petrobras certamente elevaria o risco de inadimplência de seus clientes. Da mesma forma, os Estoques (US\$ 6,7 bilhões) ,

compostos majoritariamente por petróleo e derivados, embora líquidos, provavelmente teriam de ser vendidos com desconto em relação aos preços de mercado para acelerar a geração de caixa, caracterizando uma "venda em situação adversa".

O maior desafio residiria na avaliação dos Ativos Não Circulantes, que somam US\$ 159,8 bilhões. O item mais expressivo, o Imobilizado, de US\$ 136,3 bilhões, inclui ativos altamente especializados como refinarias, plataformas e dutos. O valor de liquidação desses ativos dependeria crucialmente da existência de compradores estratégicos. Uma refinaria, por exemplo, poderia ser vendida como uma unidade operacional ou, na ausência de interessados, seu valor poderia ser reduzido ao de sucata. O valor dos campos de produção e plataformas do segmento de Exploração e Produção (E&P) seria determinado não pelo custo de construção, mas pelo valor presente das reservas de petróleo e gás remanescentes, um exercício de Fluxo de Caixa Descontado sob premissas de um cenário de venda forçada. Adicionalmente, a Provisão para Desmantelamento de Áreas, um passivo de US\$ 26,2 bilhões, seria um fator redutor direto do valor de venda desses ativos, pois o comprador assumiria essa obrigação futura. O Ativo Intangível (US\$ 2,3 bilhões), por sua vez, teria seu valor drasticamente reduzido; o ágio por expectativa de rentabilidade futura (goodwill) seria baixado a zero, e os direitos de concessão para exploração teriam valor apenas se houvesse interesse de outras companhias em assumir o risco exploratório.

Uma vez estimado o valor total realizável dos ativos o montante econômico do patrimônio em liquidação, o administrador judicial procederia à satisfação do Passivo Total, que alcança US\$ 122,3 bilhões. Este pagamento seguiria a ordem de preferência estabelecida pela legislação falimentar, priorizando créditos trabalhistas, seguidos pelos créditos com garantia real, créditos tributários e, por fim, os credores quirografários, onde se enquadrariam os detentores de títulos de dívida (Financiamentos, de US\$ 23,2 bilhões ) e grande parte dos Fornecedores (US\$ 6,1 bilhões ) segundo a lei das recuperações judiciais (Lei nº 11.101/2005). Os acionistas, detentores do patrimônio líquido, seriam os últimos na ordem de recebimento e só teriam algum retorno se o valor apurado na liquidação de todos

os ativos excedesse o montante total de todas as dívidas, um evento raro em processos de falência dessa magnitude.

Este caso hipotético ilustra, portanto, a repercussão legal máxima da avaliação patrimonial: ela se torna o instrumento que define a distribuição de perdas em uma crise de insolvência. O valor patrimonial contábil da Petrobras serviria apenas como um ponto de partida, mas seria o valor patrimonial econômico de liquidação, apurado por meio de uma complexa análise de mercado e de fundamentos sob estresse, que determinaria a taxa de recuperação dos credores e o resultado final do processo falimentar.

## 5.0 Método dos Múltiplos

### 5.1. Conceito e base de cálculo

O método dos múltiplos, tecnicamente conhecido como avaliação relativa, constitui a abordagem principal usada no mundo empresarial para se precificar de maneira justa uma empresa. Em sua essência, a avaliação relativa desvia o foco do valor intrínseco de uma companhia apurado por meio de projeções de seus próprios fluxos de caixa futuros para uma perspectiva comparativa. O método opera sob a premissa de que o valor de um ativo pode ser estimado por meio da análise dos preços de mercado de ativos "comparáveis" ou "similares". A questão fundamental que este método busca responder é: considerando como outras empresas do mesmo setor são precificadas pelo mercado, a empresa em análise está subavaliada ou superavaliada?.

O conceito fundamental por trás desta abordagem é que, em um mercado razoavelmente eficiente, empresas com características de risco, crescimento e fluxos de caixa semelhantes devem ser negociadas a múltiplos de valor também semelhantes. Embora a avaliação por múltiplos contorne o exercício de projeções financeiras explícitas e o cálculo de taxas de desconto, ela se fundamenta nos mesmos princípios da análise fundamentalista: o valor é uma função crescente dos fluxos de caixa futuros e decrescente do risco associado a eles. O múltiplo de mercado, portanto, atua como um atalho, um "resumo estatístico" que encapsula a percepção coletiva do mercado sobre o valor de uma unidade de lucro, receita ou caixa operacional para um determinado setor.

A base de cálculo para a avaliação relativa envolve três etapas sequenciais e interdependentes: a identificação de um grupo de empresas comparáveis, a escolha de uma métrica de valor padronizada (o múltiplo) e a aplicação deste múltiplo à métrica correspondente da empresa-alvo. A primeira etapa, a seleção de "pares" ou "empresas comparáveis", é talvez a mais crítica e subjetiva do processo. Idealmente, as empresas comparáveis devem pertencer ao mesmo setor de atividade, possuir porte similar, ter perspectivas de crescimento análogas e estarem sujeitas a riscos parecidos. A fonte primária para a obtenção desses dados são as empresas de capital aberto, cujos preços de ação e informações financeiras são

públicos. Estudos demonstram que a precisão da avaliação por múltiplos melhora substancialmente quando o grupo de comparáveis é restrito a um mesmo setor, em oposição a uma amostra ampla de todas as empresas do mercado.

Uma vez definido o grupo de comparáveis, a segunda etapa é a escolha do múltiplo, que é uma razão entre o valor de mercado da empresa e uma variável-chave de seu desempenho, conhecida como "value driver". A escolha do múltiplo e do value driver apropriado depende do setor e das características da empresa. As métricas podem ser divididas em duas grandes categorias. A primeira são os múltiplos de Equity, que relacionam o valor de mercado do patrimônio líquido (preço da ação multiplicado pelo número de ações) a indicadores que pertencem aos acionistas. Os mais comuns nesta categoria são o Preço/Lucro (P/L), que mede o quanto o mercado paga por cada unidade de lucro, e o Preço/Valor Patrimonial (P/B ou P/VPA), que compara o valor de mercado com o valor contábil da empresa. A segunda categoria são os múltiplos da Firma, que relacionam o valor total da firma (Enterprise Value - EV), que é o valor de mercado do patrimônio líquido somado ao valor de mercado da dívida, a indicadores operacionais que são gerados antes do serviço da dívida e dos impostos. O múltiplo mais utilizado em transações de M&A é o EV/EBITDA, que mede o valor da firma em relação à sua capacidade de geração de caixa operacional. Outros múltiplos relevantes nesta categoria incluem o EV/Receita e o EV/EBIT.

A base de cálculo do múltiplo a ser aplicado à empresa-alvo é geralmente uma medida de tendência central do conjunto de múltiplos das empresas comparáveis. As abordagens estatísticas mais comuns são a média aritmética, a mediana e a média harmônica. Embora a média seja simples, ela é sensível a valores extremos. Por essa razão, a mediana é frequentemente preferida na prática para mitigar o efeito de outliers. Pesquisas acadêmicas, contudo, demonstram que a média harmônica é um estimador estatisticamente mais robusto, capaz de gerar erros de precificação menores e menos enviesados.

Finalmente, o processo culmina na aplicação do múltiplo setorial ao indicador da empresa-alvo. Por exemplo, para estimar o Valor da Firma (EV) de uma empresa de capital fechado, multiplica-se o EBITDA normalizado desta pelo múltiplo EV/EBITDA mediano de seu setor. O resultado é uma estimativa do valor total da

empresa. Para se chegar ao valor do patrimônio líquido, subtrai-se deste EV a dívida líquida da companhia. Este procedimento, embora aparentemente simples, está carregado de julgamentos na seleção dos pares, na escolha do múltiplo e na normalização dos dados financeiros que determinam a qualidade e a defensibilidade do valor final apurado.

## 5.2. A Lógica Comparativa na Teoria dos Múltiplos

A avaliação por múltiplos, ou avaliação relativa, opera a partir de uma lógica fundamentalmente comparativa. Em vez de se debruçar exclusivamente sobre as projeções internas de uma empresa para derivar seu valor intrínseco, este método volta-se para o mercado em busca de referenciais. A premissa central é que ativos similares devem ser precificados de forma similar. No contexto de avaliação de empresas, isso significa que companhias com perfis de risco, crescimento e fluxos de caixa análogos deveriam ser negociadas no mercado a múltiplos de valor também análogos. A metodologia, portanto, busca responder a uma questão pragmática: qual valor o mercado atribui a empresas com características semelhantes àquela que está sendo avaliada?. Essa abordagem é particularmente útil por sua capacidade de refletir o sentimento e as expectativas correntes do mercado, servindo como um contraponto realista às projeções, por vezes otimistas, de um modelo de fluxo de caixa descontado.

A aplicação do método se desdobra em um processo sistemático. O primeiro passo, e talvez o mais crucial, é a seleção de um universo de "empresas comparáveis" ou "pares". Essas são, tipicamente, companhias de capital aberto que atuam no mesmo setor, possuem modelos de negócio similares, atendem a mercados geográficos parecidos e apresentam porte e estrutura de capital análogos à empresa-alvo. A qualidade da avaliação depende diretamente da qualidade dessa seleção. Uma comparação inadequada, com empresas de perfis de risco ou crescimento muito distintos, levará a múltiplos distorcidos e a uma estimativa de valor pouco confiável. A análise da homogeneidade do grupo de comparáveis é, portanto, um exercício de julgamento criterioso por parte do avaliador.

Uma vez definido o grupo de referência, o passo seguinte é a extração e o cálculo dos múltiplos. Um múltiplo é uma razão que padroniza o valor de uma empresa em

relação a uma métrica financeira chave, conhecida como value driver. Existem duas categorias principais de múltiplos. A primeira são os múltiplos de Equity, que comparam o valor de mercado do patrimônio líquido com indicadores que pertencem diretamente aos acionistas, como o Lucro Líquido (resultando no múltiplo Preço/Lucro ou P/L) ou o Valor Patrimonial Contábil (gerando o múltiplo Preço/Valor Patrimonial ou P/VPA). A segunda categoria são os múltiplos da Firma, que relacionam o Valor da Firma (Enterprise Value - EV), que inclui tanto o valor do patrimônio líquido quanto a dívida líquida, a indicadores operacionais. O mais proeminente destes é o múltiplo EV/EBITDA, que expressa o valor total da firma como um múltiplo de sua geração de caixa operacional antes de juros, impostos, depreciação e amortização. Sua popularidade, especialmente em transações de M&A, deriva do fato de que o EBITDA é uma aproximação do fluxo de caixa operacional, menos suscetível a distorções causadas por diferentes estruturas de capital e políticas de depreciação.

Para cada empresa comparável, calcula-se o múltiplo escolhido. O resultado é um conjunto de múltiplos que, inevitavelmente, apresentará variações. O avaliador precisa, então, definir uma medida de tendência central para esse conjunto, que servirá como o "múltiplo do setor" a ser aplicado à empresa-alvo. As opções mais comuns são a média e a mediana, sendo a mediana frequentemente preferida por ser menos sensível a valores extremos (outliers) que possam distorcer a amostra. Finalmente, o valor da empresa-alvo é estimado multiplicando-se a sua métrica financeira correspondente (seu EBITDA, lucro ou receita, por exemplo) pelo múltiplo de referência apurado. Se a avaliação for baseada em um múltiplo da firma como o EV/EBITDA, o resultado será o Valor da Firma; para se chegar ao valor do patrimônio líquido, deve-se subtrair a dívida líquida.

### 5.3 Análise de um caso prático: O Caso da Aquisição da Damstra pela Ideagen

A aquisição da Damstra Holdings Limited pela Ideagen Limited, anunciada em janeiro de 2024, oferece um exemplo prático e contemporâneo de como a avaliação por múltiplos é utilizada em uma transação de M&A no setor de tecnologia. A Ideagen, uma empresa global de software, propôs adquirir 100% das ações da Damstra, uma empresa de software de proteção empresarial listada na bolsa de

valores australiana (ASX), por meio de um Scheme of Arrangement, uma estrutura jurídica comum para aquisições na Austrália.

O anúncio da transação destaca explicitamente os termos financeiros e a justificativa de valor para os acionistas da Damstra. A Ideagen ofereceu A\$ 0,24 em dinheiro por ação, o que representava um Valor de Equity (patrimônio líquido) de aproximadamente A\$ 69,1 milhões. Para comunicar o quão atrativa era a oferta, o anúncio não se limitou a apresentar o preço por ação, mas contextualizou-o através de duas lentes principais da avaliação relativa: prêmios de mercado e um múltiplo de transação.

Primeiramente, a oferta foi comparada com o preço histórico das ações, resultando em um "prêmio significativo" de 140% sobre o preço de fechamento antes do anúncio e de 161% sobre o preço médio ponderado por volume dos últimos seis meses. Esta é a forma mais direta de avaliação relativa: comparar o preço da transação com o próprio valor de mercado do ativo. Essa comunicação é juridicamente crucial, pois serve para que o Conselho de Administração da empresa-alvo justifique sua recomendação unânime em favor da venda, argumentando que a oferta provê "certeza de valor" a um patamar que o mercado, por si só, não estava conferindo à companhia.

Em segundo lugar, e de forma central para nossa discussão, o anúncio da transação quantificou a oferta por meio de um múltiplo específico: "um múltiplo de valor da firma de 2.8x sobre a receita do ano fiscal de 2023". Este é um exemplo claro da aplicação prática do método. A escolha do múltiplo EV/Receita é comum em setores de tecnologia e software, onde as empresas podem estar em fase de alto crescimento, com lucros ou EBITDA ainda baixos, negativos ou voláteis. Nesses casos, a receita é vista como um value driver mais estável e representativo do potencial de escala do negócio.

A base de cálculo deste múltiplo pode ser reconstruída a partir das informações fornecidas no próprio anúncio. O Valor da Firma (EV) é a soma do Valor de Equity com a Dívida Líquida. O anúncio informa um Valor de Equity de A\$ 69,1 milhões e uma Dívida Líquida de A\$ 12,1 milhões em 30 de junho de 2023. Somando os dois, chega-se a um EV de aproximadamente A\$ 81,2 milhões. A receita operacional do

ano fiscal de 2023 (FY23A) foi de A\$ 29,5 milhões. Ao dividir o Valor da Firma pela receita (A\$ 81,2 milhões / A\$ 29,5 milhões), obtemos um múltiplo de aproximadamente 2,75x, que, arredondado, corresponde ao valor de 2.8x comunicado ao mercado.

Este múltiplo de 2.8x serviu como uma métrica de validação para os assessores financeiros e para o Conselho de Administração da Damstra. Ao compará-lo com os múltiplos EV/Receita de outras transações recentes no setor de software ou com os múltiplos de negociação de empresas comparáveis listadas, eles puderam argumentar que a oferta da Ideagen estava em linha com, ou até mesmo acima, dos padrões de mercado, reforçando a recomendação aos acionistas para que aprovassem a transação. O múltiplo, portanto, atuou como a ponte entre o preço ofertado e a justificativa de que este representava um valor justo para o negócio. O caso Damstra-Ideagen encapsula, assim, a função pragmática e comunicacional da avaliação por múltiplos: traduzir o valor de uma transação complexa em uma métrica padronizada, comparável e defensável perante o mercado e todas as partes interessadas.

#### 5.4. Vantagens, desvantagens e aspectos jurídicos

O método dos múltiplos, ou avaliação relativa, é uma das ferramentas mais difundidas no arsenal de analistas financeiros, gestores e operadores do direito empresarial. Sua popularidade deriva de uma combinação de simplicidade conceitual e ancoragem direta em dados de mercado. No entanto, essa mesma simplicidade que o torna atraente também oculta complexidades e armadilhas que podem levar a conclusões equivocadas. Assim, uma análise criteriosa de suas vantagens, desvantagens e das repercussões jurídicas decorrentes de seu uso é indispensável para qualquer profissional envolvido em uma avaliação de empresas.

A principal vantagem do método dos múltiplos é sua conexão intrínseca com o mercado. Diferentemente do método do fluxo de caixa descontado, que se baseia em projeções internas e premissas sobre o futuro, a avaliação relativa parte de preços reais que outros investidores estão, de fato, pagando por ativos comparáveis. Isso confere à análise um senso de realismo e atualidade, pois o múltiplo reflete o sentimento, as expectativas e o "temperamento" corrente do

mercado. Em um processo de negociação, é muito mais direto e persuasivo argumentar que uma empresa deve valer "oito vezes seu EBITDA", se esse for o múltiplo médio de seus pares, do que defender uma complexa planilha de FCD com dezenas de premissas subjetivas. Essa facilidade de comunicação e compreensão torna o método uma ferramenta de negociação extremamente eficaz.

Outra vantagem significativa é a sua relativa economia de premissas explícitas. A avaliação relativa implicitamente assume que o mercado, ao precificar as empresas comparáveis, já ponderou todas as variáveis complexas como taxas de crescimento futuro, margens de lucro, risco operacional e custo de capital. O múltiplo, portanto, funciona como um encapsulamento de todas essas projeções, contornando a necessidade do avaliador fazê-las explicitamente para a empresa-alvo. Essa característica é particularmente útil em setores muito voláteis ou para empresas em estágios iniciais, onde a elaboração de projeções de longo prazo confiáveis é uma tarefa por vezes sisifiana e de baixa precisão. Por essas razões, mesmo quando o FCD é utilizado como método primário, a avaliação por múltiplos é quase sempre empregada como um "teste de sanidade" para verificar se o valor intrínseco calculado se encontra dentro de uma faixa considerada razoável pelo mercado.

Contudo, as desvantagens do método são igualmente pronunciadas e derivam diretamente de suas premissas. A maior e mais fundamental fraqueza é o desafio de encontrar empresas que sejam, de fato, "comparáveis". Duas empresas no mesmo setor podem ter modelos de negócio, estratégias de crescimento, estruturas de capital, práticas contábeis e perfis de risco completamente distintos. Ignorar essas diferenças e aplicar um múltiplo médio pode levar a uma avaliação grosseiramente imprecisa. O método, por sua natureza, tende a ignorar as características idiossincráticas da empresa-alvo, tratando-a como uma entidade "média" em relação ao seu grupo de pares. Uma companhia com uma vantagem competitiva única ou, inversamente, com uma vulnerabilidade específica, pode ter seu valor subestimado ou superestimado por uma análise puramente relativa.

A segunda grande desvantagem é sua vulnerabilidade a distorções do mercado, um ponto central para as finanças comportamentais e teoria ganhadora do Nobel de economia de Robert Schiller. Se o mercado, como um todo ou em um setor específico, estiver passando por uma bolha especulativa, os múltiplos das

empresas comparáveis estarão inflacionados. Utilizar esses múltiplos para avaliar uma empresa-alvo resultará, inevitavelmente, em uma estimativa de valor também inflacionada. A avaliação relativa não informa se um ativo está caro em termos absolutos, apenas se ele está caro ou barato em relação a outros ativos que podem estar, eles mesmos, incorretamente precificados. O método pode, assim, perpetuar e justificar irracionalidades coletivas do mercado. Adicionalmente, a análise de múltiplos é uma "fotografia" estática, refletindo as condições de um único momento, e pode ser impraticável quando a métrica financeira escolhida (como o lucro ou o EBITDA) é negativa, o que é comum em empresas de tecnologia em fase de investimento ou em setores cíclicos durante uma recessão.

Uma das mais importantes teorias da linha de pensamento clássica em Finanças é a Hipótese de Mercados Eficientes, elaborada por Fama (1970). A tese afirma que o mercado financeiro é eficiente com relação às informações disponíveis, uma vez que a racionalidade dos agentes determina a busca por maximização de utilidade de modo que um agente financeiro não pode obter retornos excessivos com as informações dispostas na hora do investimento, já que o mercado adapta-se instantaneamente a elas. Para tanto, é necessário adotar premissas neoclássicas, como distribuição perfeita e virtualmente instantânea de informações pública livre de altos custos, inexistência de barreiras à livre entrada de novos investidores, agentes racionais maximizadores de utilidade que corrijam imediatamente preços diferentes de seus valores fundamentais, dada a plena capacidade de arbitragem de preços. Tais pressupostos são veementemente atacados por críticos em função da discrepância da teoria com evidências empíricas observadas na volatilidade de preços de ações.

VARELLA, Angelo Cruz do Nascimento; SANTOS, Roberta Teodoro. Da hipótese de mercados eficientes às finanças comportamentais.p. 61.

Essas vantagens e desvantagens geram importantes repercussões jurídicas. Em disputas societárias para apuração de haveres, a simplicidade do método dos múltiplos é atraente, mas também é um campo fértil para litígios. É comum que cada parte do processo apresente seu próprio laudo de avaliação, cada um com um conjunto distinto de "empresas comparáveis" que convenientemente resulta em um múltiplo mais favorável à sua tese. A disputa judicial se transforma, então, em uma "batalha dos comparáveis", cabendo ao juiz e ao perito judicial a complexa

tarefa de decidir qual grupo de referência é o mais apropriado. Diante dessa subjetividade, e à luz do princípio da "maior amplitude possível", os tribunais no mundo frequentemente demonstram preferência por métodos de valor intrínseco como o FCD, que analisam a empresa em seus próprios méritos, utilizando os múltiplos como uma ferramenta de corroboração, e não como o argumento principal.

Em contratos de M&A, a repercussão jurídica é de outra natureza. O múltiplo (geralmente EV/EBITDA) é, muitas vezes, a principal métrica de negociação e é explicitamente mencionado na Carta de Intenções (LOI). O desafio legal, neste caso, reside na necessidade de uma definição contratual exaustiva. Se o preço final depende de um múltiplo aplicado ao EBITDA do ano de fechamento, o contrato de compra e venda deve detalhar minuciosamente como o "EBITDA" será calculado, listando cada um dos "ajustes" e "normalizações" permitidos. A ausência dessa clareza é uma causa comum de disputas pós-fechamento. Ademais, o uso de múltiplos é fundamental para que o Conselho de Administração cumpra seu dever fiduciário. Ao recomendar a aprovação de uma transação, o conselho se apoia em laudos de assessores financeiros (fairness opinions) que demonstram a justiça do preço ofertado por meio da comparação com múltiplos de empresas e transações comparáveis, criando uma defesa robusta contra futuras alegações de que a empresa foi vendida por um valor inadequado.

Conclui-se, portanto, que o método dos múltiplos é uma ferramenta indispensável, porém imperfeita. Sua força reside na sua perspectiva de mercado e simplicidade, mas suas fraquezas na subjetividade da comparabilidade e na dependência de um mercado potencialmente irracional exigem cautela. No campo jurídico, seu uso demanda um escrutínio rigoroso em litígios e uma redação contratual precisa em transações. A melhor prática, tanto financeira quanto legal, é a sua utilização não de forma isolada, mas como parte de uma análise pluralista, em conjunto com outras metodologias, para formar uma visão de valor abrangente e defensável.

5.5. Exemplos práticos: Comparação do valuation usando múltiplos de EBITDA frente a empresas concorrentes

A aplicação prática do método dos múltiplos, embora conceitualmente direta, exige um exercício de julgamento e análise crítica que transcende a simples aplicação de uma fórmula. Para ilustrar o processo, as nuances e as implicações estratégicas, será analisado um cenário hipotético: a empresa de capital fechado "XPTO Ltda.", atuante no setor de varejo, deseja ser adquirida pela "ABC S/A". A XPTO Ltda. registrou no ano fiscal de 2024 um EBITDA (LAJIDA) de R\$ 950 milhões. A ABC S/A, por sua vez, precisa estabelecer uma faixa de valor justa para a aquisição e decide, como ponto de partida, utilizar o método de avaliação relativa, comparando a XPTO Ltda. com duas das maiores empresas de capital aberto do setor varejista brasileiro: Magazine Luiza S.A. e Grupo Casas Bahia S.A.

Conforme estabelecido nos subtópicos anteriores, a avaliação relativa busca determinar o valor de uma empresa com base em como o mercado precifica companhias comparáveis. Para uma transação de M&A, o múltiplo EV/EBITDA é frequentemente o mais utilizado, pois oferece uma medida da geração de caixa operacional sendo menos distorcida por diferentes estruturas de capital e políticas contábeis de depreciação, permitindo uma comparação mais equânime entre empresas. O processo consiste em calcular o múltiplo EV/EBITDA para as empresas de referência e, em seguida, aplicar esse múltiplo ao EBITDA da empresa-alvo para estimar seu Valor da Firma (Enterprise Value).

O primeiro passo é a coleta de dados e o cálculo dos múltiplos das empresas comparáveis para o ano de 2024. Para o Magazine Luiza, com base em suas demonstrações financeiras, apura-se um EBITDA de R\$ 2.478 milhões. O valor de mercado da companhia em 31 de dezembro de 2024 era de R\$ 19.890 milhões e sua dívida líquida era de R\$ 5.120 milhões. Com esses dados, o Valor da Firma (EV) do Magazine Luiza é calculado como a soma do valor de mercado e da dívida líquida, totalizando R\$ 25.010 milhões. O múltiplo EV/EBITDA da companhia é, portanto, o seu EV dividido pelo seu EBITDA, resultando em aproximadamente 10,1x.

Para o Grupo Casas Bahia, o mesmo procedimento é realizado. Seu EBITDA para o ano de 2024, conforme as demonstrações financeiras, foi de R\$ 1.350 milhões. Em 31 de dezembro de 2024, seu valor de mercado era de R\$ 3.980 milhões e sua dívida líquida somava R\$ 6.050 milhões. Assim, o Valor da Firma (EV) do Grupo

Casas Bahia era de R\$ 10.030 milhões. O múltiplo EV/EBITDA resultante para a companhia é de aproximadamente 7,4x.

A análise dos múltiplos calculados revela uma discrepância significativa e ilustra uma das principais desvantagens do método: a dificuldade de se encontrar empresas verdadeiramente comparáveis. Embora ambas atuem no mesmo setor, o mercado as precifica de maneira distinta. A Magazine Luiza, com um múltiplo mais elevado, é percebida pelos investidores como tendo melhores perspectivas de crescimento, maior rentabilidade e uma estratégia digital mais consolidada. O Grupo Casas Bahia, por outro lado, passando por um processo de reestruturação e enfrentando desafios de rentabilidade, recebe do mercado um múltiplo inferior, refletindo um maior risco percebido e menores expectativas de crescimento. O "sentimento do investidor", um fator comportamental, claramente influencia esses múltiplos, fazendo com que o valor de mercado de cada empresa se descole de uma simples proporção linear de seu EBITDA.

Diante dessa disparidade, a ABC S/A, ao avaliar a XPTO Ltda., não pode aplicar cegamente um dos múltiplos ou uma simples média. A escolha requer um julgamento qualitativo sobre o posicionamento da XPTO Ltda. em relação aos seus pares. Se a XPTO Ltda. for uma empresa de alto crescimento e margens elevadas, mais parecida com o perfil da Magazine Luiza, o múltiplo de 10,1x seria uma referência mais apropriada. Se, por outro lado, for uma empresa mais madura, com crescimento moderado e desafios operacionais, o múltiplo de 7,4x do Grupo Casas Bahia seria um parâmetro mais conservador. Uma abordagem comum é trabalhar com uma faixa de múltiplos para estabelecer um intervalo de valor.

Ao aplicar essa faixa ao EBITDA de R\$ 950 milhões da XPTO Ltda., delinea-se um intervalo de valor para a negociação. Utilizando o múltiplo de 10,1x, derivado da Magazine Luiza, atinge-se um Valor da Firma de R\$ 9.595 milhões, configurando um cenário otimista. Por outro lado, a aplicação do múltiplo mais conservador de 7,4x, proveniente da análise da Casas Bahia, resulta em um Valor da Firma de R\$ 7.030 milhões. A ABC S/A pode, portanto, estabelecer que o Valor da Firma da XPTO Ltda. se encontra na faixa entre R\$ 7,0 bilhões e R\$ 9,6 bilhões. Este intervalo é o ponto de partida para a negociação e para a análise interna da ABC S/A. É importante notar que este é o valor da firma (EV). Para chegar ao valor do

patrimônio líquido (equity), que é o valor efetivamente pago aos sócios da XPTO Ltda., a ABC S/A precisaria subtrair a dívida líquida da XPTO Ltda. deste valor.

Aqui entram os aspectos jurídicos e práticos da transação de M&A. O intervalo de valor apurado serve como base para a Carta de Intenções (LOI). Contudo, o valor final será definido no contrato de compra e venda, após um aprofundado processo de due diligence. Durante essa etapa, a ABC S/A investigará a fundo as finanças da XPTO Ltda. e poderá encontrar a necessidade de "normalizar" o EBITDA de R\$ 950 milhões, por exemplo, excluindo ganhos não recorrentes ou adicionando despesas que não estavam sendo devidamente reconhecidas. Além disso, a descoberta de contingências (passivos fiscais, trabalhistas ou ambientais não provisionados) levará a uma redução no preço final de compra.

O exemplo da XPTO Ltda. demonstra que a avaliação por múltiplos é uma ferramenta poderosa por sua ancoragem no mercado, mas seu resultado não é um número único e definitivo, e sim uma faixa de valor que requer interpretação e julgamento. A análise comparativa entre os múltiplos da Magazine Luiza e da Casas Bahia evidencia que o método reflete não apenas os fundamentos operacionais, mas também as expectativas e a percepção de risco que o mercado atribui a cada empresa. Para o comprador, ABC S/A, essa análise fornece uma base racional para iniciar uma negociação, que será posteriormente refinada por meio da due diligence e da consideração de sinergias específicas que a aquisição da XPTO Ltda. poderia gerar para seus negócios.

## 6.0 Método do Fluxo de Caixa Descontado (DCF)

### 6.1. Conceito, bases e premissas

O método do Fluxo de Caixa Descontado, conhecido pela sigla DCF (Discounted Cash Flow), representa a abordagem de avaliação mais difundida e conceitualmente rigorosa na teoria de finanças moderna. Em sua essência, o método parte de uma premissa fundamental: o valor intrínseco de qualquer ativo, inclusive de uma empresa inteira, é determinado pelo valor presente de todos os fluxos de caixa futuros que se espera que ele gere ao longo de sua vida útil. Trata-se de uma metodologia que busca converter todas as informações disponíveis sobre uma empresa em projeções detalhadas de seus fluxos futuros, traduzindo-as em um único valor presente. Por sua profundidade analítica, o DCF é considerado o modelo teoricamente mais coerente, embora sua precisão seja inteiramente dependente da qualidade e da defensibilidade das premissas adotadas pelo avaliador. A aplicação do método se desdobra em duas abordagens principais: a avaliação do fluxo de caixa livre para a firma (FCFF) e a do fluxo de caixa livre para o acionista (FCFE), sendo a primeira a mais comum em contextos de análise de negócios e transações de M&A, pois avalia a empresa como um todo, independentemente de sua estrutura de capital.

O pilar do modelo FCFF é a projeção do Fluxo de Caixa Livre para a Firma, que representa o montante de caixa gerado pela operação da empresa que está disponível para todos os seus provedores de capital, ou seja, acionistas e credores. É o caixa gerado após o pagamento de todas as despesas operacionais e a realização dos investimentos necessários para manter e expandir a base de ativos da companhia. O cálculo deste fluxo parte do lucro operacional e o ajusta para refletir o que efetivamente se tornou caixa. O ponto de partida usual é o Lucro Antes dos Juros e Impostos (LAJIR ou EBIT), que é então ajustado pela alíquota de impostos para se chegar ao lucro operacional líquido de impostos (conhecido como NOPAT, Net Operating Profit After Tax ou Lucro Livre). A este valor, são somadas as despesas que não representam saídas de caixa, como a depreciação e a amortização, pois, embora reduzam o lucro contábil, não consomem caixa no período. Por fim, são subtraídos dois componentes cruciais de investimento: os investimentos em ativos fixos (Capital Expenditures ou CAPEX), que representam

os desembolsos para aquisição ou manutenção de imobilizado e intangíveis, e a variação na necessidade de capital de giro, que é o investimento em ativos circulantes operacionais (como estoques e contas a receber) líquidos dos passivos circulantes operacionais (como fornecedores). A fórmula resultante [FCFF = EBIT(1-t) + Depreciação e Amortização - CAPEX - Variação na Necessidade de Capital de Giro] mede, portanto, o caixa efetivamente gerado e disponível para ser distribuído aos financiadores do negócio.

Uma vez que os fluxos de caixa futuros são projetados, a premissa fundamental do método é trazê-los a valor presente. Isso se deve ao conceito do valor do dinheiro no tempo: um montante hoje vale mais do que o mesmo montante no futuro, devido ao custo de oportunidade e ao risco. O fator utilizado para realizar esse ajuste é a taxa de desconto. Para o FCFF, como o fluxo de caixa pertence a todos os provedores de capital, a taxa de desconto deve refletir o risco combinado do negócio para esses diferentes provedores. Essa taxa é o Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC), ou Weighted Average Cost of Capital (WACC). O WACC é a média ponderada do custo do capital próprio (o retorno exigido pelos acionistas) e do custo do capital de terceiros (a taxa de juros paga aos credores), ajustada pelo benefício fiscal da dívida. O custo do capital próprio é geralmente apurado pelo Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM), que o define como a soma da taxa livre de risco com um prêmio pelo risco de mercado, ponderado pelo beta do ativo, que mede sua volatilidade em relação ao mercado. Em avaliações no Brasil, adiciona-se ainda um "Prêmio de Risco País" para refletir os riscos adicionais de se operar em uma economia emergente. O WACC, portanto, é a taxa que sintetiza todo o risco do negócio e da estrutura de capital, sendo a métrica correta para descontar o FCFF.

Uma limitação prática do DCF é a impossibilidade de se projetar fluxos de caixa anuais "ao infinito". Para contornar essa questão, o modelo é dividido em dois estágios. O primeiro é o período de projeção explícita, usualmente de cinco a dez anos, no qual o avaliador detalha as premissas anuais de crescimento de receitas, margens, investimentos e capital de giro, calculando o FCFF para cada ano. O segundo estágio começa onde o primeiro termina e se estende perpetuamente. Assume-se que, a partir deste ponto, a empresa atinge um estágio de maturidade,

e seus fluxos de caixa crescerão a uma taxa constante e sustentável. O valor presente de todos os fluxos de caixa deste segundo estágio é consolidado em um único número, o Valor Terminal ou Valor de Perpetuidade.

Para Mielle (2016), considerando que a empresa apresente certa regularidade mensal do faturamento, é possível aplicar o método do Fluxo de Caixa Descontado. Dessa forma, o valor da empresa será o resultado da soma valor presente dos fluxos de caixa futuros. Segundo Reis (2017), para calcular o valuation da empresa por essa metodologia, é necessário entender seus três principais fatores: fluxos de caixa, que são estimativas de faturamento e custos da empresa dentro do período analisado. O valor terminal, ou seja, o valor patrimonial do empreendimento decrescido da depreciação no final da vida útil de cada bem. Por fim, a taxa de desconto que abrange os riscos relacionados ao negócio

REIS, Tiago. Fluxo de Caixa Descontado: Uma estimativa de análise futura de uma empresa. Disponível em: <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/fluxo-de-caixa-descontado/>.

Acesso em: 09 mar. 2019.

A premissa mais crítica no cálculo do Valor Terminal é a taxa de crescimento na perpetuidade ( $g$ ). Esta taxa representa o crescimento anual que se espera para os fluxos de caixa da empresa para sempre. Por lógica econômica, essa taxa não pode ser superior à taxa de crescimento nominal de longo prazo da economia na qual a empresa opera; caso contrário, a empresa eventualmente se tornaria maior que a própria economia. Por conservadorismo, é comum utilizar como premissa para " $g$ " a taxa de inflação esperada para o longo prazo, assumindo que a empresa conseguirá, no mínimo, manter o poder de compra de seus fluxos de caixa. É matematicamente imperativo que a taxa de crescimento na perpetuidade ( $g$ ) seja inferior à taxa de desconto para que o modelo convirja para um valor finito.

A base de cálculo final do valor da firma é, então, a soma do valor presente de cada FCFF do período de projeção explícita com o valor presente do Valor Terminal. Para se chegar ao valor do patrimônio líquido (Equity Value), que é o valor pertencente aos acionistas, subtrai-se a dívida líquida da empresa do Valor da Firma apurado. O resultado do modelo DCF, portanto, é uma estimativa do valor intrínseco que depende inteiramente da coerência e da defensibilidade de uma cadeia de premissas sobre o futuro da empresa e da economia.

## 6.2. Aplicação prática e exemplos

A aplicação do método do Fluxo de Caixa Descontado, embora fundamentada em uma teoria financeira robusta, é um processo eminentemente prático, que exige a combinação de rigor analítico, julgamento criterioso e a construção de um modelo financeiro detalhado. O objetivo é traduzir a estratégia, as operações e as perspectivas de uma empresa em uma série de projeções de fluxos de caixa, para então determinar seu valor intrínseco. O processo pode ser decomposto em uma sequência lógica de etapas: a coleta e análise de dados históricos; a projeção dos fluxos de caixa livres para a firma para um período explícito; o cálculo da taxa de desconto apropriada; a estimativa do valor terminal; e o cálculo do valor final da empresa e de seu patrimônio líquido.

A primeira etapa, e a fundação de toda a análise, é a coleta e a organização dos dados históricos. O avaliador deve se debruçar sobre as demonstrações financeiras da empresa dos últimos três a cinco anos, no mínimo. A Demonstração do Resultado do Exercício, o Balanço Patrimonial e a Demonstração dos Fluxos de Caixa fornecem os insumos essenciais para se compreender o desempenho passado da companhia e estabelecer as bases para as projeções futuras. A partir da DRE, analisam-se a evolução das receitas, a estrutura de custos e as margens de lucro. O Balanço Patrimonial revela a base de ativos da empresa e sua estrutura de capital, detalhando o capital de giro e os investimentos em ativos imobilizados. A DFC, por sua vez, mostra como a empresa gerou e utilizou seu caixa, detalhando os fluxos das atividades operacionais, de investimento e de financiamento. Com esses dados em mãos, o analista constrói um modelo financeiro, geralmente em uma planilha eletrônica, que interliga as três demonstrações e permite a análise de indicadores de desempenho, como o retorno sobre o capital investido (ROIC), a margem EBITDA e os ciclos de conversão de caixa.

A segunda etapa é o coração do modelo DCF: a projeção do FCFF para um período explícito, tipicamente de 5 a 10 anos. Este é o horizonte no qual se espera ter uma visibilidade razoável sobre a estratégia e o desempenho da empresa. A projeção de cada componente do FCFF é um exercício distinto:

A projeção da receita é o principal motor do valuation. Ela pode ser feita por uma abordagem top-down, partindo de projeções macroeconômicas (crescimento do PIB, inflação) e setoriais para estimar a participação de mercado da empresa, ou por uma abordagem bottom-up, baseada nos planos específicos da companhia, como a abertura de novas lojas, o lançamento de produtos ou a expansão para novas geografias. No caso da Arezzo & Co., por exemplo, a projeção de receita foi detalhada por canal de venda, considerando o crescimento de "vendas nas mesmas lojas" para lojas próprias e franquias e taxas de crescimento específicas para os canais de multímarcas e e-commerce.

As despesas e custos são geralmente projetados como um percentual da receita. O Custo dos Produtos Vendidos e as Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas são analisados historicamente em relação à receita líquida. O avaliador projeta, então, se essas margens se manterão estáveis, se expandirão devido a ganhos de escala ou se contrairão devido a pressões competitivas. A partir dessas projeções, calcula-se o EBIT para cada ano do período explícito e, aplicando a alíquota de imposto de renda, chega-se ao NOPAT.

Os investimentos em ativos fixos são projetados com base nos planos de expansão e manutenção da empresa. Podem ser estimados como um percentual da receita ou com base em projetos de investimento específicos anunciados pela gestão. A depreciação, por sua vez, é uma despesa não-caixa que precisa ser somada de volta ao NOPAT. Ela pode ser projetada como um percentual do CAPEX ou do saldo de ativo imobilizado, refletindo a vida útil dos ativos da empresa.

A variação na Necessidade de Capital de Giro (NCG) é um componente crítico que reflete o investimento em operações de curto prazo. Uma empresa em crescimento normalmente necessita de mais capital de giro, o que representa uma saída de caixa. A projeção da NCG é frequentemente feita através da análise dos ciclos operacionais: os dias de contas a receber, os dias de estoques e os dias de contas a pagar. Projetando-se a evolução desses indicadores, calcula-se a necessidade de capital de giro para cada ano e, conseqüentemente, a variação (o investimento ou desinvestimento) de um ano para o outro.

Com todos esses componentes projetados, o FCFF de cada ano do período explícito é calculado. A terceira etapa é determinar a taxa de desconto, o WACC. Na prática, o cálculo do custo do capital próprio ( $K_e$ ) pelo CAPM envolve a escolha de uma taxa livre de risco (geralmente o rendimento de um título do governo de longo prazo), a estimativa de um prêmio de risco de mercado (com base em dados históricos ou projeções de especialistas) e o cálculo do beta. Como empresas de capital fechado não possuem um beta observável, utiliza-se o beta "desalavancado" de um grupo de empresas comparáveis de capital aberto, que é então "realavancado" para a estrutura de capital da empresa-alvo. O custo da dívida ( $K_d$ ) pode ser estimado a partir das taxas de juros dos financiamentos existentes da empresa ou de seu rating de crédito. Com os custos de cada fonte de capital e suas respectivas ponderações na estrutura de capital, calcula-se o WACC.

A quarta etapa é a estimativa do Valor Terminal. Na prática, utiliza-se a fórmula do modelo de crescimento de Gordon. O FCFF do último ano do período de projeção explícita ( $FCFF_n$ ) é projetado para crescer a uma taxa perpétua 'g'. O valor terminal é, então,  $FCFF_n * (1+g) / (WACC - g)$ . A escolha de 'g' é uma das premissas mais sensíveis do modelo. Como já mencionado, ela deve ser, no máximo, igual à taxa de crescimento nominal da economia no longo prazo. Um 'g' excessivamente otimista pode inflar drasticamente o valor da empresa, pois o Valor Terminal frequentemente representa mais da metade do valor total apurado.

Finalmente, na quinta etapa, o valor da empresa é consolidado. Cada um dos FCFFs projetados para o período explícito é descontado a valor presente utilizando o WACC. O Valor Terminal, que representa o valor de todos os fluxos de caixa futuros no final do período de projeção, também é descontado a valor presente para a data da avaliação. O Valor da Firma (EV) é a soma do valor presente dos FCFFs do período explícito e do valor presente do Valor Terminal. Para se chegar ao Valor do Patrimônio Líquido (Equity Value), subtrai-se do EV a Dívida Líquida (Dívida Total - Caixa e Equivalentes de Caixa) da empresa na data da avaliação. O resultado final, dividido pelo número de ações, fornece uma estimativa do valor justo por ação. Este valor intrínseco, produto de uma cadeia de premissas e cálculos, serve então como a principal referência para a tomada de decisão, seja para um investimento, uma transação de M&A ou a resolução de uma disputa.

### 6.3. Vantagens, desvantagens e aspectos jurídicos

O método do Fluxo de Caixa Descontado (DCF) é aclamado na teoria financeira como o padrão-ouro para a avaliação de empresas, uma posição justificada por seu rigor conceitual e foco nos fundamentos econômicos do negócio. Contudo, a transposição deste método do ambiente de análise de investimentos e transações de M&A para o contencioso judicial, especialmente no Brasil, revela uma série de desafios práticos e embates doutrinários. A análise de suas vantagens, desvantagens e das complexas repercussões legais de seu uso demonstra que, embora seja uma ferramenta poderosa, sua natureza prospectiva e subjetiva gera um atrito fundamental com a busca por segurança e objetividade que norteia a prática jurídica.

As vantagens do DCF são inegáveis do ponto de vista econômico. Sua natureza intrínseca permite uma análise profunda da empresa, isolando seu valor de volatilidades de mercado de curto prazo e do "sentimento do investidor" que podem distorcer os preços das ações. Ao se concentrar na capacidade de geração de caixa futura, o DCF alinha-se diretamente ao propósito primário de uma empresa: criar valor para seus provedores de capital. Além disso, sua estrutura analítica força a explicitação de todas as premissas sobre o futuro do negócio, crescimento, rentabilidade, investimentos, o que, em tese, confere transparência e permite um debate fundamentado sobre cada um dos vetores de valor. Essa característica prospectiva o torna a ferramenta de eleição para o planejamento estratégico e a avaliação de projetos de investimento, pois permite simular o impacto de diferentes decisões no valor da companhia.

No entanto, a maior força do DCF que é a sua dependência de projeções futuras constitui, paradoxalmente, sua maior fraqueza no âmbito jurídico. O valor final apurado pelo modelo é extremamente sensível a pequenas alterações nas premissas de longo prazo, como a taxa de crescimento na perpetuidade e a taxa de desconto (WACC). Essas variáveis não são fatos observáveis, mas estimativas sobre um futuro inerentemente incerto. O cálculo do WACC, por exemplo, envolve a determinação de componentes subjetivos como o prêmio de risco de mercado e o beta da empresa, sobre os quais não há consenso nem mesmo entre os especialistas financeiros. A projeção de fluxos de caixa para um horizonte de dez

anos é, na melhor das hipóteses, uma estimativa educada, sujeita a inúmeras variáveis incontroláveis. Essa subjetividade intrínseca torna o método vulnerável a manipulações, onde cada parte em um litígio pode apresentar um laudo de DCF tecnicamente defensável, porém com resultados drasticamente diferentes, moldados por premissas que favorecem sua tese.

É precisamente essa natureza especulativa e a litigiosidade inerente que fundamentam a resistência dos tribunais brasileiros em adotar o DCF como critério prioritário ou exclusivo para a apuração de haveres em dissoluções parciais de sociedades. O sistema jurídico brasileiro, por sua tradição, busca alicerçar suas decisões em provas concretas e critérios que ofereçam o máximo de objetividade e segurança jurídica. A avaliação de uma participação societária para fins de reembolso é vista como a apuração do valor de um direito patrimonial em uma data específica (a data da resolução da sociedade), um evento pretérito, e não como um exercício de adivinhação sobre a performance futura da empresa.

Estávamos sempre focados em nossa demonstração de resultados. Mas o fluxo de caixa não era um tópico discutido regularmente. Era como se estivéssemos dirigindo, olhando apenas para o velocímetro, quando na verdade estávamos ficando sem gasolina

Michael Dell, CEO e fundador das empresas do grupo Dell

Nesse sentido, a jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça (STJ) consolidou o entendimento de que o critério legal a ser observado, na ausência de disposição contratual diversa, é o do balanço de determinação. Conforme o artigo 1.031 do Código Civil e o artigo 606 do Código de Processo Civil, o valor da quota do sócio retirante será apurado "em balanço especialmente levantado", que deve avaliar os bens e direitos do ativo, tangíveis e intangíveis, a "preço de saída", além de apurar o passivo real da sociedade.

A interpretação do STJ sobre o balanço de determinação é crucial. O tribunal entende que este não é o mero balanço contábil, atrelado ao custo histórico, mas sim um balanço que busca refletir o valor patrimonial real da empresa na data da dissolução. Ele se afasta da rigidez contábil para se aproximar de uma avaliação patrimonial econômica, exigindo que todos os ativos, inclusive os intangíveis como o fundo de comércio (goodwill), sejam avaliados pelo seu valor de mercado

corrente. Contudo, e este é o ponto central da distinção, o STJ entende que o método mais adequado para realizar essa apuração patrimonial não é, em regra, o fluxo de caixa descontado.

A preferência pelo balanço de determinação em detrimento do FCD se ampara em uma lógica jurídica clara: o que se busca na apuração de haveres é o "reembolso" do valor da participação do sócio, e não o preço que um terceiro pagaria pela empresa em uma transação de M&A. O DCF, ao projetar fluxos de caixa futuros e incorporar expectativas de crescimento, acaba por mensurar o valor da empresa como um negócio em continuidade para um potencial comprador estratégico, o que pode incluir sinergias e ganhos futuros que não pertencem, por direito, ao sócio que se retira hoje. O balanço de determinação, por outro lado, busca apurar o valor "fotográfico" do patrimônio real da empresa na data do evento, incluindo o valor presente de seus ativos intangíveis, mas sem especular sobre lucros futuros que ainda não foram gerados e dependem do esforço e do capital dos sócios remanescentes.

Em decisão paradigmática, o STJ esclareceu que o critério legal é o patrimonial, e que o fluxo de caixa descontado só deve ser utilizado quando houver expressa previsão contratual nesse sentido ou, excepcionalmente, quando se demonstrar que o balanço de determinação, por si só, é insuficiente para retratar o "justo valor" do patrimônio, especialmente em relação ao fundo de comércio. A regra geral, portanto, é a apuração do patrimônio líquido real a preço de mercado. A repercussão jurídica dessa orientação é imensa: ela estabelece uma hierarquia de métodos em que a avaliação patrimonial econômica (materializada no balanço de determinação) é o padrão legal, e o DCF é um método subsidiário, de aplicação excepcional em sede judicial.

Essa postura não significa que o DCF seja juridicamente irrelevante. Em transações de M&A, ele continua sendo a principal ferramenta de precificação, e as partes, em comum acordo, podem contratualmente elegê-lo como método de avaliação para qualquer evento societário futuro. O que a jurisprudência sinaliza é que, na ausência desse acordo e no contexto de um litígio, a subjetividade e a complexidade do DCF o tornam uma ferramenta menos segura para o juiz do que um método que, embora também exija perícia (para avaliar os ativos a valor de

mercado), se ancora em um patrimônio existente e verificável na data do fato, em vez de se basear em lucros hipotéticos de um futuro incerto.

Em suma, as vantagens do DCF são indiscutíveis no campo da análise financeira para investimento. Contudo, suas desvantagens, notadamente a alta sensibilidade a premissas subjetivas, criam um desafio fundamental para sua aplicação no ambiente contencioso. A cultura jurídica brasileira, ao priorizar a segurança e a objetividade por meio do critério legal do balanço de determinação, trata o DCF com justificada cautela. Ele é reconhecido como um método economicamente sofisticado e útil em contextos contratuais, mas, para a resolução de disputas judiciais, os tribunais têm demonstrado uma clara preferência por uma metodologia que, embora busque o valor econômico real, o faz por meio da avaliação do patrimônio presente, e não pela projeção de fluxos de caixa futuros.

#### 6.4 Exemplos práticos: Valuation da Natura & Co. por Fluxo de Caixa Descontado e Análise de Cenários

A aplicação prática do método do Fluxo de Caixa Descontado (DCF) transcende um mero exercício mecânico de cálculo, configurando-se como um processo analítico profundo que busca traduzir a complexa realidade de uma empresa em uma estimativa quantitativa de seu valor intrínseco. A avaliação da Natura & Co. Holding S.A., uma corporação multinacional brasileira do setor de cosméticos com um portfólio diversificado de marcas globais incluindo Natura, Avon, The Body Shop e Aesop oferece um estudo de caso robusto para dissecar cada etapa da metodologia. A complexidade de suas operações, distribuídas em diferentes geografias e segmentos de mercado, torna a análise particularmente rica para ilustrar não apenas os passos sequenciais do modelo, mas, de forma crucial, a necessidade de se lidar com a incerteza inerente às projeções de longo prazo. A melhor prática para endereçar tal incerteza é a análise de cenários, uma técnica que permite ao avaliador estabelecer um "pisso" e um "teto" para o valor da companhia, resultando em uma faixa de valuation mais defensável e que reflete as diversas trajetórias possíveis para o negócio.

O ponto de partida para qualquer avaliação pelo método de DCF (Discounted Cash Flow) é uma imersão nos dados históricos da empresa, que servem como alicerce

para a construção de premissas futuras. No caso da Natura, o avaliador deve realizar um exame minucioso de suas demonstrações financeiras consolidadas dos últimos anos. A Demonstração do Resultado do Exercício, o Balanço Patrimonial e a Demonstração dos Fluxos de Caixa são as fontes primárias para se compreender o desempenho passado e identificar os vetores de valor, ou value drivers. A análise da DRE revela a evolução das receitas por marca e por região, a estrutura de custos de produtos vendidos, as despesas operacionais e, conseqüentemente, a trajetória das margens de lucro, como a margem EBITDA. O Balanço Patrimonial, por sua vez, detalha a base de ativos sobre a qual a empresa opera, seus níveis de endividamento e a gestão do capital de giro. Finalmente, a DFC elucida como a empresa tem gerado e alocado seu caixa entre atividades operacionais, de investimento (CAPEX) e de financiamento. Somente a partir desta análise retrospectiva é possível construir um modelo financeiro integrado que sirva de base para projeções coerentes. Complementarmente, o modelo deve ser contextualizado por premissas macroeconômicas sólidas, como as projeções de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) e da inflação para os principais mercados da Natura, como América Latina e Europa, pois estas variáveis impactam diretamente tanto o potencial de crescimento das receitas quanto a determinação da taxa de desconto.

A etapa subsequente é a projeção do Fluxo de Caixa Livre para a Firma (FCFF) para um período explícito, que no caso de uma empresa da complexidade da Natura, pode se estender por dez anos para capturar os efeitos de longo prazo de suas estratégias, como a maturação da integração com a Avon. A projeção da receita é o principal motor do modelo. Em um cenário base, ou mais provável, o crescimento da receita da Natura seria projetado a partir de uma combinação de crescimento orgânico, alinhado às expectativas para o setor global de cosméticos, com a captura gradual das sinergias de receita prometidas na aquisição da Avon. As margens operacionais, como a margem EBITDA, seriam projetadas com uma melhora progressiva, partindo dos níveis históricos e evoluindo para um patamar superior que reflita os ganhos de eficiência e a otimização de custos decorrentes da integração. A partir destas projeções, calcula-se o EBIT (Lucro Antes dos Juros e Impostos) de cada ano. Aplicando-se a alíquota de imposto de renda efetiva projetada, chega-se ao Lucro Operacional Líquido de Impostos.

Para converter o NOPAT em FCFF, são necessários ajustes para despesas não-caixa e para os investimentos. A depreciação e amortização, extraídas da DRE, são somadas de volta, pois representam custos contábeis que não consomem caixa. Em seguida, subtraem-se os investimentos necessários para a sustentação e o crescimento do negócio. O investimento em ativos fixos (CAPEX) é projetado com base na relação histórica com a receita ou nos planos de investimento divulgados pela administração. A variação na Necessidade de Capital de Giro (NCG) é igualmente subtraída, refletindo o montante de caixa que a empresa precisa investir em seus ativos circulantes operacionais (estoques e contas a receber) para suportar o crescimento das vendas, líquido do financiamento obtido com fornecedores.

Concomitantemente à projeção dos fluxos de caixa, calcula-se a taxa de desconto apropriada, o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC). Esta taxa sintetiza o risco do negócio para todos os seus provedores de capital. O Custo do Capital Próprio ( $K_e$ ) é apurado pelo Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM), que soma à taxa livre de risco (o rendimento de um título soberano de longo prazo de um mercado maduro, como os US Treasuries) um prêmio de risco. Este prêmio é composto pelo prêmio de risco do mercado de ações global, multiplicado pelo "beta" da empresa uma medida de sua volatilidade em relação ao mercado, e acrescido de um "Prêmio de Risco País" para o Brasil, que quantifica os riscos adicionais de se operar em uma economia emergente. O beta da Natura, por não ser diretamente confiável devido a flutuações de mercado, é geralmente calculado a partir da média dos betas desalavancados de um grupo de empresas comparáveis globais do setor de cosméticos, que é então realavancado para a estrutura de capital específica da Natura. O Custo da Dívida ( $K_d$ ) é estimado com base nas taxas de juros dos financiamentos existentes da companhia e em seu rating de crédito. Finalmente, o WACC é a média ponderada do  $K_e$  e do  $K_d$  (líquido do benefício fiscal), com as ponderações sendo a participação do capital próprio e da dívida na estrutura de capital-alvo da empresa.

Com o fim do período de projeção explícita, entra em cena a premissa do Valor Terminal. Assume-se que a Natura atingirá um estágio de maturidade e que seus fluxos de caixa crescerão a uma taxa constante e sustentável ( $g$ ) para sempre. Esta

taxa 'g', em um cenário base, é tipicamente alinhada à taxa de inflação de longo prazo esperada, refletindo um crescimento real nulo. Utilizando o modelo de crescimento de Gordon, o Valor Terminal é calculado e, juntamente com os FCFFs do período explícito, é descontado a valor presente pelo WACC. A soma desses valores presentes resulta no Valor da Firma (Enterprise Value). Ao se subtrair a dívida líquida (Dívida Total menos Caixa) deste valor, chega-se ao Valor do Patrimônio Líquido (Equity Value), que, dividido pelo número de ações, fornece a estimativa do valor justo por ação para o cenário base.

A robustez da análise, contudo, é significativamente aprimorada pela construção de cenários alternativos. Esta técnica permite ao avaliador quantificar o impacto da incerteza inerente às premissas e estabelecer uma faixa de valor mais informativa. Um cenário pessimista, que funcionaria como o "piso" do valuation, seria construído com premissas mais adversas como taxas de juros mais altas, inflação alta, crescimento menor da base de clientes, aumento dos preços da cadeia produtiva e assim por diante. O crescimento da receita seria projetado em um ritmo inferior, refletindo dificuldades na integração da Avon, uma concorrência mais acirrada e a perda de participação de mercado. As margens operacionais seriam pressionadas para baixo, assumindo que as sinergias não se materializam e os custos aumentam. Para refletir o maior risco percebido, o WACC seria elevado, seja por um aumento no beta, no prêmio de risco país ou nas taxas de juros. A taxa de crescimento na perpetuidade também seria reduzida. Este conjunto de premissas negativas resultaria em fluxos de caixa menores, descontados por uma taxa maior, gerando um valor intrínseco consideravelmente mais baixo.

Em contrapartida, um cenário otimista, o "teto" da avaliação, modelaria uma performance excepcional. As receitas cresceriam a taxas superiores às do mercado, impulsionadas por uma execução impecável da estratégia de integração e por uma forte expansão global. As margens operacionais se expandiriam de forma robusta, com a plena captura de sinergias e ganhos de escala. O WACC seria reduzido, refletindo a diminuição da percepção de risco pelo mercado devido ao sucesso da companhia. A taxa de crescimento na perpetuidade poderia ser marginalmente superior à inflação, justificada pela consolidação de uma posição de liderança global com vantagens competitivas duradouras. Este conjunto de

premissas favoráveis produziria fluxos de caixa maiores, descontados a uma taxa menor, resultando no valor mais alto da faixa de valuation.

Ao final do processo, o avaliador não apresenta um único número, mas sim uma faixa de valor que reflete a incerteza das projeções. A análise poderia concluir, por exemplo, que o valor justo por ação da Natura se encontra em um intervalo que vai do resultado do cenário pessimista ao do otimista, com o cenário base servindo como a estimativa mais provável. Essa faixa de valor é uma ferramenta estratégica muito mais poderosa do que um único ponto. Para um investidor, ela permite avaliar a margem de segurança de um investimento, comparando o preço atual de mercado com o piso da faixa de valor. Em uma negociação de M&A, ela delimita o campo da negociação, mostrando os limites possíveis da avaliação para comprador e vendedor. O resultado final do valuation pode ser apresentado como a média dos cenários ou, de forma mais sofisticada, como uma média ponderada, na qual o analista atribui probabilidades a cada cenário ou cenários mais diversos em que por exemplo, podem ser criados 5 modelos diferentes, com premissas variadas, pensando em uma mistura de cenários macro bons e ruins se permutando com premissas individuais da empresa boas e ruins. Essa abordagem final, embora ainda subjetiva, quantifica explicitamente a incerteza e transforma o DCF de uma mera ferramenta de cálculo em um poderoso framework para a análise de risco e a tomada de decisões estratégicas informadas, como é demandado por um caso complexo e de escala global como o da Natura & Co.

## Capítulo 7: O Balanço de Determinação na Ordem Jurídica Brasileira

### 7.1. Conceito do Balanço de Determinação

O balanço de determinação constitui um instituto jurídico-contábil específico, concebido pelo ordenamento brasileiro como o critério padrão para a apuração de haveres na dissolução parcial de sociedades. Diferentemente das metodologias de avaliação voltadas para transações de mercado, como o Fluxo de Caixa Descontado (DCF) ou a avaliação por múltiplos, o balanço de determinação não visa a estimar o preço que um terceiro pagaria pela empresa em funcionamento (going concern), mas sim a mensurar o valor patrimonial real da sociedade na data da sua resolução, para fins de um justo reembolso ao sócio retirante. Sua conceituação e aplicação foram extensivamente delineadas e consolidadas pela jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça (STJ), que o estabeleceu como a metodologia legal a ser seguida na ausência de um critério de avaliação diverso e expressamente pactuado no contrato social.

A base legal para o balanço de determinação encontra-se no artigo 1.031 do Código Civil, que estipula que a quota do sócio retirante será liquidada com base na situação patrimonial da sociedade, "à data da resolução, verificada em balanço especialmente levantado". O artigo 606 do Código de Processo Civil complementa e detalha esta exigência, afirmando que, se o contrato for omissivo, o juiz definirá o valor das quotas com base no "valor patrimonial apurado em balanço de determinação", e crucialmente, especifica a metodologia: "avaliando-se bens e direitos do ativo, tangíveis e intangíveis, a preço de saída, além do passivo também a ser apurado de igual forma".

A jurisprudência do STJ foi fundamental para dar densidade a esses dispositivos legais, esclarecendo que o "balanço especialmente levantado" não se confunde com o balanço patrimonial contábil ordinário. O tribunal reitera que o objetivo é alcançar o "real valor patrimonial" da empresa, o que exige uma superação do princípio do custo histórico, que rege a contabilidade tradicional. A avaliação meramente contábil, por refletir custos de aquisição passados e não reconhecer o valor de muitos ativos intangíveis desenvolvidos internamente, levaria a um enriquecimento indevido dos sócios remanescentes em detrimento do sócio que se

retira. Portanto, o balanço de determinação é, em sua essência, um procedimento de avaliação patrimonial econômica, que busca retratar a substância econômica da empresa na data específica do desligamento.

O elemento central deste conceito é a avaliação dos ativos a "preço de saída". Este termo legal encontra seu correspondente técnico na definição de "Valor Justo", conforme estabelecido pelo Pronunciamento Técnico CPC 46. O valor justo é definido como "o preço que seria recebido pela venda de um ativo ou que seria pago pela transferência de um passivo em uma transação não forçada entre participantes do mercado na data da mensuração". Assim, a elaboração do balanço de determinação implica um exercício pericial de reavaliação de cada item do ativo, substituindo seu valor contábil pelo seu valor justo de mercado. Isso se aplica a imóveis, máquinas, equipamentos e, de forma mais complexa e crucial, aos ativos intangíveis.

A exigência legal de avaliar os intangíveis é o que mais distancia o balanço de determinação da contabilidade tradicional. O fundo de comércio, ou goodwill, que representa o valor adicional da empresa em funcionamento decorrente de fatores como sua reputação, clientela, ponto comercial e capital intelectual, deve ser mensurado e incluído no ativo do balanço de determinação. A mensuração desses intangíveis é um dos maiores desafios técnicos do processo e a principal fonte de litígios. O STJ tem sido firme em sua posição de que a apuração de haveres deve, necessariamente, contemplar o valor do fundo de comércio, sob pena de não se alcançar o justo reembolso devido ao sócio retirante.

É fundamental compreender a distinção que a jurisprudência brasileira faz entre o balanço de determinação e o método do Fluxo de Caixa Descontado. Embora o DCF seja uma metodologia poderosa para estimar o valor de intangíveis e o goodwill, o STJ tem se posicionado de forma a não o considerar como o critério legal padrão para a apuração de haveres. A lógica por trás dessa preferência reside na finalidade distinta de cada método. O DCF, ao projetar fluxos de caixa futuros e descontá-los a valor presente, apura o valor da empresa sob a ótica de um investidor, considerando o potencial de crescimento e os lucros que ainda serão gerados. Este valor é mais próximo do preço que seria pago em uma transação de M&A. O balanço de determinação, por outro lado, tem como finalidade o

"reembolso" do capital investido pelo sócio, apurando sua participação no patrimônio real e existente na data da sua saída. Ele busca quantificar a riqueza acumulada pela empresa até aquele momento, e não a riqueza que ela poderá gerar no futuro com o esforço e o capital dos sócios remanescentes.

Portanto, o STJ entende que a aplicação irrestrita do DCF poderia resultar em uma distorção, concedendo ao sócio retirante uma participação em lucros futuros para os quais ele não mais contribuirá. O balanço de determinação, ao focar na avaliação do patrimônio presente ainda que a valor de mercado, é visto como uma metodologia mais conservadora, objetiva e alinhada à natureza de reembolso da apuração de haveres. O DCF pode, sim, ser utilizado como uma ferramenta auxiliar dentro do balanço de determinação, por exemplo, para estimar o valor do fundo de comércio, mas o critério legal primário permanece sendo o patrimonial. A autonomia das partes, contudo, é preservada: se o contrato social eleger expressamente o DCF como o método de avaliação, este deverá prevalecer. Na omissão do contrato, contudo, a regra é a aplicação do balanço de determinação, conforme a sólida jurisprudência dos tribunais superiores. Em síntese, o conceito de balanço de determinação representa uma solução híbrida desenvolvida pelo direito brasileiro: é patrimonial em sua estrutura, mas econômico em sua essência, buscando equilibrar a necessidade de objetividade processual com o imperativo de justiça material na dissolução das relações societárias.

## 7.2 Análise da Jurisprudência do STJ: A Supremacia do Balanço de Determinação

A resolução de disputas societárias que envolvem a saída de um sócio e a consequente apuração de seus haveres representa um dos pontos de maior atrito entre a teoria financeira e a prática jurídica. Enquanto financistas e analistas de mercado privilegiam metodologias prospectivas, como o Fluxo de Caixa Descontado, para capturar o "valor econômico" de uma empresa, o Poder Judiciário brasileiro, liderado pela jurisprudência consolidada do Superior Tribunal de Justiça, estabeleceu um critério distinto e prioritário: o balanço de determinação. A análise aprofundada das decisões do STJ revela uma lógica jurídica consistente que, embora não ignore a realidade econômica, opta por um caminho que busca maximizar a segurança jurídica, a objetividade e a equidade no momento específico

da dissolução parcial, afastando-se deliberadamente da natureza especulativa das projeções de lucros futuros.

O cerne da posição do STJ reside na interpretação dos artigos 1.031 do Código Civil e 606 do Código de Processo Civil. A legislação determina que, na omissão do contrato social, a quota do sócio retirante será liquidada com base na "situação patrimonial da sociedade" na data da resolução, apurada em "balanço especialmente levantado". O STJ, em reiteradas decisões, pacificou o entendimento de que este "balanço de determinação" não é uma mera repetição do balanço contábil tradicional. Pelo contrário, trata-se de um procedimento avaliatório complexo, cujo objetivo é aferir o patrimônio líquido real da companhia. Para tanto, o tribunal exige uma superação do princípio do custo histórico, determinando que todos os ativos, tanto os tangíveis quanto os intangíveis, sejam avaliados a "preço de saída", o que corresponde ao seu valor de mercado na data do evento.

O balanço de determinação tem por objetivo apurar o valor real e atual do patrimônio empresarial, a fim de se identificar o valor relativo à quota dos sócios excluídos. Para que não haja enriquecimento indevido de qualquer das partes, a apuração deve ter por base para avaliação a situação patrimonial da data da exclusão (art. 1.031, CC/02). Na situação concreta, todavia, o balanço correspondente à data de exclusão dos sócios foi objeto de adulteração, perdendo fé e tornando-se imprestável para suportar o trabalho pericial. Após o transcurso de aproximadamente 19 anos desde a data do evento e o reconhecimento da existência de fraude no balanço patrimonial, não é possível a elaboração de balanço de determinação referente à época da exclusão.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.360.221 – SP. Relatora: Ministra Nancy Andrighi, julgado em 25 de março de 2014.

A grande contribuição da jurisprudência do STJ foi, portanto, transformar um conceito legal em uma diretriz metodológica clara. A Corte reconhece que o valor de uma empresa em funcionamento vai muito além de seus ativos físicos registrados na contabilidade. Elementos como o fundo de comércio, a clientela, a reputação da marca e outros ativos intangíveis, que são a principal fonte de lucratividade, devem ser devidamente mensurados e incluídos no cálculo dos haveres, sob pena de se gerar um enriquecimento sem causa para os sócios

remanescentes, que permanecerão usufruindo desses ativos, em detrimento daquele que se retira. A decisão do STJ é enfática ao afirmar que a finalidade da apuração de haveres é "a mais ampla possível, a fim de determinar o valor real da empresa", assegurando ao sócio retirante uma "reparação patrimonial" justa e completa.

Contudo, é na escolha do método para alcançar esse valor real que a posição do tribunal se distancia da prática comum em finanças corporativas. O STJ estabelece uma distinção fundamental entre o valor patrimonial da quota, para fins de reembolso ao sócio, e o valor econômico que essa mesma quota poderia ter em uma negociação de compra e venda com terceiros. O tribunal argumenta que o método do Fluxo de Caixa Descontado, ao se basear em projeções de lucros futuros e na capacidade da empresa de gerar riqueza em um horizonte de tempo estendido, é a ferramenta apropriada para o segundo cenário: uma transação de mercado, uma operação de M&A, onde um comprador paga não apenas pelos ativos existentes, mas também pelo potencial de crescimento futuro.

Para a apuração de haveres, no entanto, a lógica é diferente. O que se busca não é o preço de venda da participação, mas o reembolso do capital que o sócio investiu e ajudou a construir. Esse reembolso, segundo o STJ, deve corresponder à sua fatia no patrimônio real da empresa na data de sua saída. A inclusão de lucros futuros no cálculo, como faz o DCF, seria conceder ao sócio retirante uma participação em ganhos para os quais ele não mais contribuirá com seu trabalho, seu capital ou seu risco. Seria, na visão da Corte, uma distorção que beneficiaria indevidamente o retirante em detrimento dos sócios que continuarão a conduzir o negócio.

Portanto, a decisão do STJ não prioriza o balanço de determinação por desconhecer a sofisticação do DCF, mas por uma escolha jurídica consciente. O tribunal opta por um método que, embora exija uma complexa avaliação econômica dos ativos a valor de mercado, se ancora no patrimônio presente e verificável na data da resolução. É uma metodologia que busca uma "fotografia" do valor real da empresa naquele momento específico, expurgando a natureza especulativa e as incertezas inerentes às projeções de longo prazo que caracterizam o DCF. Para o STJ, o balanço de determinação oferece maior segurança jurídica e objetividade,

qualidades essenciais para uma decisão judicial. O método DCF é considerado "fluido" e excessivamente subjetivo para ser imposto como regra em um litígio, dado que seu resultado pode variar drasticamente conforme as premissas otimistas ou pessimistas adotadas pelo perito.

A repercussão prática dessa orientação é a criação de uma hierarquia clara: o critério legal padrão para apuração de haveres, na ausência de convenção entre as partes, é o balanço de determinação, entendido como a avaliação do patrimônio líquido real a valor de mercado. O Fluxo de Caixa Descontado é reconhecido como uma metodologia válida, mas sua aplicação em juízo é excepcional, reservada para os casos em que as partes assim o estipularam em contrato ou quando se demonstra, de forma cabal, que o balanço de determinação é incapaz de mensurar adequadamente o fundo de comércio. A decisão do STJ, portanto, serve como um poderoso lembrete da importância da autonomia contratual: os sócios são livres para eleger o DCF ou qualquer outro método em seu contrato social, mas, se permanecerem silentes, a jurisprudência já definiu que o caminho a ser seguido será o da avaliação patrimonial.

### 7.3. O Valor Patrimonial a Mercado sob a Ótica da CVM e do CPC 46

Enquanto a jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça consolidou o balanço de determinação como um critério de avaliação patrimonial real para fins de resolução de disputas, o ambiente do mercado de capitais, regulado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), opera sob uma ótica distinta e tecnicamente mais específica: a do valor patrimonial a mercado, cujo alicerce é o conceito de Valor Justo (Fair Value). Esta abordagem, formalizada no Pronunciamento Técnico CPC 46 (correlacionado à norma internacional IFRS 13), representa a transição definitiva da avaliação baseada em custos históricos para uma mensuração dinâmica, prospectiva e fundamentalmente orientada pelas premissas dos participantes do mercado. Para as companhias abertas e em todas as situações que exigem a elaboração de relatórios financeiros fidedignos, o valor patrimonial a mercado não é apenas uma alternativa, mas o padrão mandatório.

O conceito de Valor Justo, conforme definido pelo CPC 46, é o "preço que seria recebido pela venda de um ativo ou que seria pago pela transferência de um

passivo em uma transação não forçada entre participantes do mercado na data de mensuração". Esta definição, embora alinhada à ideia de "preço de saída" mencionada no Código de Processo Civil, é muito mais rigorosa em seu arcabouço metodológico. Ela estabelece que a avaliação deve ser uma "mensuração baseada em mercado, e não uma mensuração específica da entidade". Isso significa que a intenção da gestão, seus planos específicos ou sinergias particulares são irrelevantes; o que importa é como os participantes do mercado, agindo em seu melhor interesse econômico, precificariam aquele ativo ou passivo.

A principal contribuição do CPC 46, e o que o torna a espinha dorsal do valor patrimonial a mercado, é a criação da hierarquia de valor justo. Esta hierarquia não é uma mera lista, mas uma estrutura de prioridade que confere graus distintos de confiabilidade às informações (inputs) utilizadas nas técnicas de avaliação, com base em sua observabilidade no mercado. No ápice da hierarquia, classificado como Nível 1, encontram-se os dados mais fidedignos: preços cotados (não ajustados) em mercados ativos para ativos ou passivos idênticos, como o preço de uma ação negociada em bolsa. Em seguida, o Nível 2 abrange informações que, embora não sejam preços diretos de ativos idênticos, são observáveis, seja diretamente ou indiretamente. Isso inclui preços de ativos similares, taxas de juros, curvas de rendimento e spreads de crédito, que permitem a valoração por comparação ou derivação. Por fim, na base da hierarquia, o Nível 3 compreende os dados não observáveis. Estes são inputs que a própria entidade precisa desenvolver com base nas melhores informações disponíveis, refletindo as premissas que os participantes do mercado utilizariam. Projeções de fluxo de caixa futuro para um ativo sem mercado ativo, por exemplo, enquadram-se neste nível e exigem um grau significativo de julgamento.

Essa estrutura hierárquica impõe uma disciplina metodológica rigorosa. Ao elaborar um balanço patrimonial a mercado, o avaliador é obrigado a maximizar o uso de dados observáveis (Nível 1 e 2) e a minimizar o uso de dados não observáveis (Nível 3). Além disso, a norma exige que a empresa divulgue em notas explicativas o nível em que cada mensuração de valor justo está classificada, conferindo um grau de transparência que permite aos usuários das demonstrações financeiras avaliar a confiabilidade das estimativas. Esta exigência de disclosure é uma

diferença fundamental em relação à prática pericial em disputas judiciais, que, embora busque o valor real, não está vinculada a uma estrutura de transparência tão formalizada.

A Resolução CVM nº 78, que rege as reorganizações societárias, materializa a aplicação deste conceito no âmbito das transações de capital. Ao exigir que os laudos de avaliação para fusões, cisões e incorporações determinem a relação de troca com base no valor de mercado dos patrimônios, a norma efetivamente impõe a aplicação dos princípios do CPC 46. O laudo deve avaliar cada ativo e passivo ao seu valor justo, utilizando a melhor informação de mercado disponível, seja ela um preço cotado, uma transação comparável ou uma projeção de fluxo de caixa. A finalidade aqui é proteger os acionistas, garantindo que a troca de suas ações por ações da nova entidade combinada seja economicamente equitativa e baseada em uma avaliação que reflita a realidade do mercado, e não apenas os registros contábeis.

Portanto, o valor patrimonial a mercado, sob a ótica da CVM e do CPC 46, é a evolução técnica do conceito de balanço de determinação. Enquanto o segundo é um instituto jurídico forjado para a resolução de conflitos, com uma ênfase patrimonialista, o primeiro é um padrão de mensuração financeira, criado para a transparência e a comparabilidade dos relatórios financeiros no mercado de capitais. Ambos buscam superar as limitações do custo histórico, mas o valor patrimonial a mercado o faz por meio de um arcabouço metodológico mais detalhado, hierarquizado e alinhado às melhores práticas internacionais de avaliação, servindo como a base para a tomada de decisão de investidores e para a integridade das transações corporativas em companhias abertas.

#### 7.4. Análise da Resolução CVM nº 31

A Resolução CVM nº 31, de 19 de maio de 2021, que dispõe sobre a prestação de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários, desempenha um papel fundamental, ainda que indireto, na integridade da apuração do valor patrimonial de uma companhia, especialmente no que tange à verificação e à existência dos ativos financeiros que a compõem. Embora seu escopo principal seja a regulamentação da infraestrutura do mercado de capitais, suas disposições

asseguram a fidedignidade do registro de propriedade e a segurança na custódia de valores mobiliários, elementos essenciais para qualquer avaliação patrimonial que se pretenda precisa e juridicamente defensável. O ato normativo, ao estabelecer regras para os depositários centrais, cria um ambiente de transparência e controle que mitiga riscos de fraude e erros na contabilização de uma parcela significativa dos ativos de muitas empresas.

O conceito central da resolução é o serviço de depósito centralizado, que consiste na guarda e no registro escritural de valores mobiliários, permitindo sua transferência e a constituição de ônus e gravames de forma eletrônica e segura. Ao exigir que os depositários centrais mantenham sistemas robustos de controle e conciliação, a CVM garante que o registro de um ativo financeiro no sistema corresponda, de fato, à sua existência e titularidade. Para um avaliador que se debruce sobre o balanço de uma empresa para elaborar um balanço de determinação, essa segurança é crucial. A existência e a quantidade de títulos e valores mobiliários, como ações de outras companhias, debêntures ou cotas de fundos, registrados no balanço patrimonial, podem ser verificadas com alto grau de certeza por meio de extratos emitidos pelo depositário central. Isso confere a essa classe de ativos uma objetividade que contrasta com a subjetividade inerente à avaliação de outros bens, como ativos intangíveis.

A resolução também estabelece a responsabilidade do depositário central pela integridade dos saldos e pela correta movimentação dos valores mobiliários. Em um cenário de apuração de haveres, isso significa que a posição acionária ou de títulos de dívida de uma empresa, que compõe seu ativo, está amparada por uma infraestrutura de mercado regulada e fiscalizada. A segregação patrimonial, um dos princípios basilares da norma, impede que os ativos dos clientes se confundam com o patrimônio do próprio depositário, protegendo-os em caso de insolvência deste último. Essa garantia legal é de extrema importância para a avaliação patrimonial, pois confirma que os ativos financeiros listados no balanço da empresa estão legalmente apartados e disponíveis.

## 7.5 Análise da Resolução CVM nº 78

A Resolução CVM nº 78, de 29 de março de 2022, representa um marco regulatório fundamental para as operações de reorganização societária como fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações, envolvendo companhias abertas no Brasil. Embora seu escopo principal não seja a apuração de haveres na dissolução parcial de sociedades, seus princípios e exigências dialogam diretamente com o conceito de balanço de determinação, pois ambos os institutos partem da necessidade de uma avaliação patrimonial justa e transparente para fundamentar transações que alteram a estrutura de capital e os direitos dos acionistas. A resolução reforça a transição de uma ótica puramente contábil para uma avaliação econômica, estabelecendo um rigoroso dever de diligência na mensuração dos ativos e passivos envolvidos.

O objetivo central da Resolução CVM nº 78 é assegurar que os acionistas, especialmente os minoritários, recebam informações adequadas e que as relações de troca de ações em uma reorganização societária sejam baseadas em critérios equitativos e fundamentados. Para tanto, a norma exige a elaboração de laudos de avaliação dos patrimônios líquidos das companhias envolvidas, que devem ser preparados por peritos ou empresas especializadas independentes. Esta exigência de uma avaliação por terceiros independentes é um pilar de governança corporativa que visa a mitigar conflitos de interesse e a garantir a imparcialidade do processo, um princípio igualmente caro aos processos judiciais de apuração de haveres.

A conexão com o balanço de determinação torna-se evidente quando a resolução detalha os critérios de avaliação. O artigo 8º da norma estabelece que os laudos devem avaliar os ativos e passivos a valor de mercado ou, na impossibilidade, por outros critérios tecnicamente aceitos, como o valor presente dos fluxos de caixa futuros (DCF). Esta determinação alinha-se perfeitamente à jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça sobre o balanço de determinação, que rechaça o uso do valor meramente contábil e exige a apuração do patrimônio líquido real, a "preço de saída". A Resolução CVM nº 78, portanto, codifica para as companhias abertas a mesma lógica econômica que os tribunais aplicam às sociedades limitadas em dissolução: o valor relevante não é o custo histórico, mas o valor econômico atual.

Ademais, a norma impõe um elevado grau de transparência. O laudo de avaliação deve detalhar os critérios e as premissas utilizadas, de forma clara e completa,

permitindo que os acionistas compreendam como a relação de troca foi estabelecida. Essa exigência de disclosure é análoga à necessidade de um laudo pericial judicial ser fundamentado e passível de contraditório em uma ação de apuração de haveres. Em ambos os cenários, a avaliação patrimonial deixa de ser uma "caixa-preta" para se tornar um documento analítico e defensável.

Ao regulamentar as operações de reorganização societária, a Resolução CVM nº 78 fortalece a cultura de avaliação econômica no mercado de capitais brasileiro. Ela não apenas legitima o uso de metodologias como o DCF para a avaliação de parcelas do patrimônio, mas, ao fazê-lo, cria um precedente regulatório que influencia, indiretamente, a prática em disputas societárias. A norma demonstra que, para o regulador do mercado de capitais, a determinação de uma relação de troca justa entre acionistas depende de uma avaliação que transcenda a contabilidade tradicional. Essa perspectiva normativa, embora aplicada a um contexto diferente, reforça a tese jurídica de que a apuração do valor patrimonial, para ser justa e equânime, deve se aproximar o máximo possível da realidade econômica da empresa, um princípio que é o cerne tanto da Resolução CVM nº 78 quanto do conceito de balanço de determinação.

#### 7.6. Vantagens, Desvantagens e Análise Comparativa

O balanço de determinação, consolidado pela jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça como o critério legal para a apuração de haveres na dissolução parcial de sociedades, ocupa uma posição singular no espectro das metodologias de valuation. Sua adoção prioritária no contencioso jurídico brasileiro não deriva de uma suposta superioridade técnica universal, mas de uma escolha deliberada que privilegia certos princípios em detrimento de outros. Uma análise comparativa de suas vantagens e desvantagens em relação ao Fluxo de Caixa Descontado, ao método dos múltiplos e ao valor de mercado revela um método com virtudes específicas para o ambiente litigioso, mas com limitações significativas quando aplicado a contextos transacionais e de análise de investimentos.

A principal vantagem do balanço de determinação, e a razão fundamental para sua preferência pelos tribunais, é a segurança jurídica e a objetividade percebida. Em contraste direto com o DCF, que é inerentemente prospectivo e assenta-se sobre

uma cadeia de premissas subjetivas sobre o futuro, o balanço de determinação busca aferir o valor de um patrimônio existente em uma data específica e pretérita a data da resolução da sociedade. Enquanto um laudo de DCF pode variar drasticamente com pequenas alterações na taxa de crescimento na perpetuidade ou na taxa de desconto, o balanço de determinação se ancora na avaliação de ativos concretos, ainda que intangíveis. Para o julgador, é conceitualmente mais seguro determinar o valor de mercado de um imóvel ou de uma marca na data-base do que arbitrar sobre a plausibilidade de projeções de lucro para a próxima década. Essa preferência por uma visão material do patrimônio real em detrimento de uma visão especulativa sobre lucros futuros hipotéticos confere ao método uma robustez processual que o DCF, por sua natureza fluida e especulativa, não possui.

Outra vantagem crucial é sua independência em relação ao sentimento e à volatilidade do mercado, o que o diferencia tanto do valor de mercado direto quanto do método dos múltiplos. O valor de mercado de uma ação pode ser influenciado por fatores comportamentais, como pânico ou euforia coletiva, que descolam o preço do valor fundamental da empresa. Da mesma forma, os múltiplos de mercado podem estar inflacionados durante uma bolha setorial. O balanço de determinação, ao focar na avaliação individual dos ativos que compõem a empresa, mitiga esse risco. Embora a avaliação desses ativos utilize referências de mercado, ela não está sujeita à mesma volatilidade de curto prazo que afeta a cotação de uma ação. A avaliação de um parque fabril, por exemplo, tende a ser mais estável do que o preço da ação da empresa que o detém. Isso torna o balanço de determinação um critério mais equânime para a apuração de haveres, pois o direito patrimonial do sócio retirante não fica à mercê do humor do mercado em uma data específica.

Adicionalmente, o método se alinha perfeitamente à finalidade jurídica do reembolso. Conforme a interpretação do STJ, a apuração de haveres não visa a simular uma venda da participação do sócio a um terceiro (o que implicaria um "preço"), mas a reembolsá-lo por sua cota-parte na riqueza acumulada pela sociedade até o momento de sua saída. O DCF, ao incorporar o potencial de crescimento futuro, acaba por avaliar o negócio sob a ótica de um comprador, que paga não apenas pelo que a empresa é, mas pelo que ela pode se tornar. O balanço de determinação, ao se concentrar no patrimônio real e existente na data da

resolução, efetivamente quantifica a riqueza que foi construída com a contribuição do sócio retirante, sem lhe atribuir uma parcela dos lucros futuros que serão gerados exclusivamente pelo esforço e capital dos sócios remanescentes. Essa distinção conceitual entre reembolso patrimonial e preço de aquisição é o pilar da preferência jurisprudencial.

Contudo, as desvantagens do balanço de determinação são igualmente significativas e se manifestam principalmente em sua complexidade prática e em suas limitações conceituais do ponto de vista financeiro. A principal desvantagem é a dificuldade e o custo inerentes à avaliação individual de todos os ativos. Enquanto o valor de mercado é obtido instantaneamente e o método dos múltiplos requer uma análise de um grupo de empresas, o balanço de determinação exige a contratação de peritos para avaliar, um a um, todos os bens e direitos da companhia, desde imóveis e máquinas até os mais complexos ativos intangíveis. Esse processo é não apenas oneroso e demorado, mas também se torna um novo foco de litígio. As partes podem divergir intensamente sobre o valor de uma marca, de uma patente ou da carteira de clientes, transformando a perícia em uma batalha de laudos que prolonga a disputa judicial em meses ou talvez anos. Dito isso, o método do Fluxo de Caixa Descontado tem o mesmo problema pelo fato de que as premissas podem ser discutidas não só em seu valor intrínseco, mas também ao analisar a necessidade material de cada uma das premissas.

Isso nos leva à segunda grande desvantagem: a subjetividade na avaliação dos intangíveis. Embora o método se proponha a ser mais objetivo que o DCF, a mensuração do goodwill e de outros intangíveis sem um mercado ativo frequentemente requer o uso de metodologias que reintroduzem a subjetividade que se buscava evitar. Para valorar uma marca, por exemplo, o perito pode recorrer ao método do relief-from-royalty, que nada mais é do que uma forma de DCF aplicada aos royalties que a empresa economiza por possuir a marca. Assim, a complexidade e a dependência de premissas retornam ao processo, ainda que de forma localizada na avaliação de um único ativo. Em comparação, o valor de mercado, para uma empresa de capital aberto, oferece uma medida única e objetiva, ainda que volátil.

Do ponto de vista estritamente financeiro, a maior crítica ao balanço de determinação é sua desconexão com o potencial de geração de riqueza de uma empresa em funcionamento. Uma empresa é, por natureza, um organismo sinérgico, cujo valor como um todo é superior à soma do valor de venda de suas partes individuais. Ao focar na avaliação isolada dos ativos ("preço de saída"), o balanço de determinação corre o risco de subestimar o valor que esses ativos geram ao operar de forma integrada. O DCF, por outro lado, é projetado exatamente para capturar esse valor sinérgico e dinâmico, avaliando a empresa como uma máquina de gerar caixa. Por essa razão, em um contexto transacional como uma M&A, o balanço de determinação é raramente utilizado como método principal de avaliação. Nenhum comprador estratégico adquire uma empresa pensando em liquidar seus ativos; ele a adquire pelo fluxo de caixa futuro que ela promete gerar.

Finalmente, essa natureza retrospectiva e patrimonial torna o balanço de determinação uma ferramenta inadequada para negociações de M&A e para a análise de investimentos. O método dos múltiplos, especialmente o EV/EBITDA, e o DCF são a língua franca do mercado de capitais e das transações corporativas, pois falam a linguagem do retorno, do crescimento e da geração de caixa operacional. O balanço de determinação, por sua vez, é um instrumento essencialmente jurídico, forjado para a resolução de um tipo específico de conflito a dissolução parcial de sociedades sob a égide do Poder Judiciário.

Em conclusão, a análise comparativa posiciona o balanço de determinação como um método de nicho, com vantagens inegáveis no contexto para o qual foi concebido. Sua objetividade relativa, sua independência das flutuações de mercado e sua aderência ao conceito jurídico de reembolso o tornam a escolha prudente e defensável para a apuração de haveres em sede judicial, conforme solidificado pela jurisprudência do STJ. Contudo, suas desvantagens a complexidade operacional, a subjetividade na avaliação de intangíveis e, principalmente, seu foco estático no patrimônio em detrimento do potencial de geração de caixa o tornam inadequado para a maioria das outras finalidades de avaliação. A escolha do método de valuation correto não é, portanto, uma questão de superioridade técnica absoluta, mas de adequação ao propósito: enquanto o

DCF e os múltiplos servem ao mundo dos negócios e dos investimentos, o balanço de determinação serve ao mundo do direito e da resolução de disputas.

## Capítulo 8: Conclusão

Ao longo deste trabalho, explorou-se a multifacetada disciplina da avaliação de empresas, ou valuation, demonstrando que a apuração do valor de um negócio transcende a busca por um número único e absoluto. A jornada através dos diferentes métodos, suas bases teóricas, aplicações práticas e repercussões jurídicas revela que "saber o valor de uma empresa" é, em sua essência, uma questão de perspectiva. O valor não é um fato imutável, mas uma estimativa fundamentada que varia drasticamente conforme a metodologia empregada, o propósito da avaliação e o contexto em que ela se insere. A análise comparativa entre as abordagens de Fluxo de Caixa Descontado, múltiplos de mercado e valor patrimonial com ênfase no Balanço de Determinação evidencia uma tensão fundamental entre a lógica econômica, orientada para o futuro, e a lógica jurídica, que busca segurança e objetividade no presente.

A investigação demonstrou que cada método de avaliação possui um domínio de aplicação onde suas vantagens se sobressaem. O Fluxo de Caixa Descontado, analisado em detalhe, consolidou-se como o padrão-ouro na teoria e na prática das finanças corporativas para a tomada de decisão estratégica e a análise de investimentos. Sua força reside na capacidade de modelar o valor intrínseco de uma empresa a partir de seus fundamentos: a capacidade de gerar caixa no futuro. Como ilustrado no estudo de caso da Natura & Co., o DCF permite que gestores e investidores quantifiquem o impacto de planos de crescimento, sinergias operacionais e mudanças no perfil de risco. É uma ferramenta prospectiva, dinâmica, que trata a empresa como um organismo vivo destinado a criar riqueza. Contudo, essa mesma força sua dependência de projeções sobre um futuro incerto constitui sua maior fragilidade, tornando-o suscetível a premissas subjetivas e a uma complexidade que o distancia da certeza documental tão valorizada no ambiente jurídico.

Em contrapartida, os métodos de avaliação relativa, como o valor de mercado direto e a análise de múltiplos, oferecem uma âncora na realidade do mercado. Eles respondem a uma pergunta mais imediata: quanto os investidores, coletivamente, estão dispostos a pagar por empresas com características similares? A simplicidade e o poder de comunicação de um múltiplo como o EV/EBITDA,

exemplificado na análise hipotética envolvendo a XPTO Ltda. e as gigantes varejistas Magazine Luiza e Casas Bahia, tornam esta abordagem uma ferramenta indispensável em negociações de M&A. Ela traduz a complexidade de uma tese de investimento em uma linguagem comparativa e facilmente compreensível. No entanto, esta metodologia carrega a desvantagem de ser suscetível ao "sentimento do investidor" e a potenciais irracionalidades do mercado, conforme apontado pelas finanças comportamentais. Uma avaliação por múltiplos pode simplesmente indicar que uma empresa está corretamente precificada em relação a um setor que, como um todo, pode estar sobrevalorizado ou subvalorizado.

É nesse ponto que a análise do Balanço de Determinação, revela a contribuição mais significativa do direito brasileiro para a prática do valuation. A jurisprudência consolidada do Superior Tribunal de Justiça, ao eleger o balanço de determinação como o critério legal padrão para a apuração de haveres na ausência de convenção contratual, fez uma escolha consciente e deliberada. Rejeitou-se a primazia do DCF não por desconhecimento de sua sofisticação, mas por reconhecer sua natureza especulativa como inadequada para a resolução de um litígio que exige a apuração de um direito patrimonial em uma data pretérita. O STJ estabeleceu uma distinção jurídica crucial entre o "preço" de uma participação societária em uma transação de mercado (onde o DCF é pertinente) e o "reembolso" devido ao sócio retirante. Para o reembolso, a Corte entendeu que o método mais justo e seguro é aquele que busca aferir o patrimônio real e existente da empresa na data da dissolução, avaliando todos os seus ativos, tangíveis e intangíveis, a valor de mercado.

O balanço de determinação emerge, assim, não como uma metodologia financeiramente superior, mas como uma juridicamente mais prudente para o contexto específico do contencioso. Ele representa uma visão estática do valor acumulado pela empresa, em oposição ao "filme" das possibilidades futuras que o DCF projeta. Essa abordagem mitiga o risco de se conceder ao sócio retirante uma participação em lucros futuros para os quais ele não mais contribuirá, ao mesmo tempo em que supera a limitação do balanço contábil tradicional ao exigir a avaliação econômica dos ativos. A análise das Resoluções da CVM, por sua vez, demonstrou que, mesmo no ambiente de mercado de capitais, a avaliação

patrimonial a valor justo é um pilar de governança, garantindo a equidade em operações de reorganização societária.

A coexistência desses diferentes métodos e a preferência jurisprudencial por um deles em detrimento dos outros em cenários específicos levam à conclusão mais importante deste trabalho: a imperativa necessidade de clareza contratual. O principal pilar do direito empresarial ao se analisar o valuation de ação é o princípio da livre iniciativa, nela os empresários tem o direito constitucional de elaborar qualquer acordo legal, entre eles. Para empresários, advogados e gestores a melhor forma de evitar disputas onerosas e de garantir que a saída de um sócio ocorra sob termos previsíveis é a elaboração de acordos de sócios e contratos sociais detalhados. A autonomia das partes permite que elejam contratualmente qualquer método de avaliação, seja o DCF, uma fórmula baseada em múltiplos de EBITDA ou qualquer outra variação. A jurisprudência do STJ é clara: a regra do balanço de determinação é supletiva, aplicável apenas na omissão das partes. Portanto, a prevenção de litígios no futuro passa por uma negociação transparente e pela documentação precisa do método de valuation no presente.

Em última análise, este trabalho buscou demonstrar que a avaliação de empresas é uma disciplina que se situa na intersecção entre a ciência e a arte, entre a técnica financeira e o julgamento jurídico. Não há uma única resposta correta, mas sim a metodologia mais apropriada para cada finalidade. Para o gestor que planeja o futuro, o DCF é a bússola. Para o negociador em uma transação de M&A, os múltiplos são a linguagem do mercado. Para o sócio que se retira e para o juiz que deve garantir seu justo reembolso, o balanço de determinação é a salvaguarda da segurança jurídica. A compreensão profunda das vantagens, desvantagens e, sobretudo, do propósito de cada uma dessas ferramentas não é apenas uma habilidade técnica desejável, mas um requisito essencial para a navegação bem-sucedida no complexo e dinâmico mundo dos negócios e do direito societário. A capacidade de transitar entre essas diferentes lógicas de valor é o que distingue o profissional preparado para enfrentar os desafios corporativos contemporâneos.

## Bibliografia

CASAS BAHIA. Demonstrações de Resultados e Notas Explicativas. Brasil 2024

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM nº 31, de 19 de maio de 2021. Dispõe sobre a prestação de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 19 maio 2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Resolução CVM nº 78, de 29 de março de 2022. Dispõe sobre operações de fusão, cisão, incorporação e incorporação de ações, e revoga as Instruções CVM nº 319, nº 349, e nº 565. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 29 mar. 2022.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (Terceira Turma). Recurso Especial nº 1.360.221 - SP. Relatora: Ministra Nancy Andrighi. Julgado em 25 de março de 2014. DJe, 03 jun. 2014.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). Pronunciamento Técnico CPC 46: Mensuração do Valor Justo. Revisão 12. [S.l.]: CPC, [s.d.].

GILBERT + TOBIN. [Disposições contratuais sobre M&A e Share Register]. [S.l.: s.n.], [s.d.].

GOMES, Carolina Orenbuch. Valuation: estudo de caso da empresa Arezzo Indústria e Comércio S.A. 2022. 55 f. Monografia (Trabalho de Conclusão de Curso) - Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2022.

INSTITUTO DE DESENVOLVIMENTO EMPRESARIAL E FUSÕES & AQUISIÇÕES (IDEFA). Guia Prático de Avaliação de Empresas (Valuation). Curitiba: IDEFA, 2021.

LUZ, Hindy Ribeiro da. Valuation: avaliação da empresa Natura S.A. 2019. f. Monografia (Trabalho de Conclusão de Curso) - Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2019.

MAGAZINE LUIZA S.A. Demonstrações Financeiras Individuais e Consolidadas em 31 de dezembro de 2024. Brasil 2025.

PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. (PETROBRAS). Demonstrações Financeiras Consolidadas em 31 de dezembro de 2024, 2023 e 2022. [S.l.: s.n.], 2025.

RESENDE, Guilherme Mendes; SEVERINO, Lílian Santos Marques; PINHA, Lucas Campio. Análise Econômica de Decisões Judiciais e Concorrenciais no Brasil: Metodologias e Aplicações. Brasília, DF: CADE; STF, [s.d.].

SANTOS, Pedro; JUNQUEIRA, Luis Renato; SALUME, Paula Karina. Valuation das Startups. In: ENCONTRO GOIANO DE EMPREENDEDORISMO E GESTÃO DE PEQUENAS EMPRESAS (EGEPE), 11., 2020. Anais... [S.l.: s.n.], 2020. DOI: 10.14211/xi-egepe-118040.

VARELLA, Angelo Cruz do Nascimento; SANTOS, Roberta Teodoro. Da hipótese de mercados eficientes às finanças comportamentais. [S.l.: s.n.], [s.d.].