

Valuation como ferramenta de gestão e solução de conflito entre sócios e acionistas

Elker Willians Arruda Campos Savi¹; Jorge Luiz de Santana Júnior²

SOBRE OS AUTORES

¹Elker Willians Arruda Campos Savi , Especialista em Finanças e Controladoria - Diretor Executivo na empresa JustPrime Recuperação e Assessoria Empresarial - Avenida das Nações Unidas, 12495, 15ª andar - Brooklin Novo, CEP: 04578-000 - São Paulo/SP, Brasil.

²Jorge Luiz de Santana Júnior , Professor Orientador. Doutorando em Controladoria e Contabilidade pela FEA-USP - Departamento de Contabilidade - Avenida Professor Luciano Gualberto, 908 - Butantã, CEP: 05508-010 - São Paulo/SP, Brasil.

COMO CITAR

Savi E.W.A.C.; Santana Júnior J.L. *Valuation* como ferramenta de gestão e solução de conflito entre sócios e acionistas. Revista E&S. 2024; 5: e20230131

Artigo derivado de Especialização em Finanças e Controladoria do MBA USP/ESALQ

Submetido: Dezembro, 2023

Aceito: Janeiro, 2024

E&S 2024, 5: e20230131

DOI: 10.22167/2675-6528-20230131



Este é um artigo publicado em acesso aberto (Open Access) sob a licença Creative Commons Attribution, que permite uso, distribuição e reprodução em qualquer meio, sem restrições desde que o trabalho original seja corretamente citado.

O *valuation* é uma ferramenta de gestão que desempenha papel crucial na análise do valor de uma empresa, considerando diversos fatores que vão desde o desempenho financeiro até o potencial de crescimento e posição da companhia no mercado. Além de auxiliar na tomada de decisões estratégicas, o *valuation* também é fundamental na resolução de conflitos entre sócios e acionistas. Por meio do fornecimento de informações detalhadas e transparentes, o *valuation* permite abordar questões como a distribuição de lucros, a venda de ações e outros aspectos essenciais de forma justa e objetiva⁽¹⁾.

Conflitos entre sócios e acionistas fazem parte da rotina de muitas empresas, decorrentes de divergências sobre estratégias de negócios, governança corporativa e sucessão, entre outros fatores. Esses conflitos podem ter impacto no desempenho da empresa, afetando sua reputação e sua atratividade para investidores. Ao estimar o valor da empresa, a técnica de *valuation* ajuda na tomada de decisões nesses cenários, pois seus indicadores-chave podem alinhar interesses e estabelecer metas e estratégias fundamentadas no valor e no potencial de crescimento da empresa⁽²⁾.

Os indicadores financeiros e econômicos, incluindo lucro líquido, fluxo de caixa livre, receita, margem de lucro e valor patrimonial, são essenciais na avaliação de uma empresa. Métricas como EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*), que reflete a lucratividade antes da dedução de despesas não operacionais, P/E (*Price-to-Earnings Ratio*), que compara o preço atual de uma ação com seus lucros por ação, VPL (Valor Presente Líquido), que calcula o valor presente de uma série de fluxos de caixa futuros descontados a uma taxa específica de retorno, e TIR (Taxa Interna de Retorno), que estima a taxa de retorno de um investimento com base nos fluxos de caixa esperados ao longo da vida útil do investimento, devem ser levadas em consideração. A combinação desses indicadores com fatores externos permite uma análise aprofundada da empresa e do mercado, possibilitando uma avaliação precisa do valor da empresa. Além dos indicadores, a posição da empresa no mercado, a concorrência, a regulamentação do setor e a economia global são fatores relevantes para a avaliação. Esses elementos são cruciais para o *valuation* e exigem que ele seja realizado com base em uma análise detalhada da empresa e do mercado em que ela atua. É importante notar que diferentes empresas podem requerer diferentes indicadores e metodologias de avaliação.

O objetivo deste estudo é explorar a importância do *valuation* e dos contratos societários que preveem a metodologia de avaliação da empresa em caso de saída de um sócio. Essas ferramentas são capazes de promover uma gestão transparente e eficaz de conflitos entre sócios e acionistas, especialmente em situações de dissolução parcial de sociedades limitadas. O estudo envolveu pesquisa bibliográfica, incluindo literatura relevante e legislação atual, análise documental e uso de registros contábeis de uma empresa de tecnologia sediada em São Paulo, com atuação em todo o país, durante o período de 2019 a 2022. Além disso, a pesquisa examinou as tendências do mercado empresarial brasileiro. A análise teve uma abordagem empírica, utilizando estudos de caso e análise de decisões judiciais relacionadas à dissolução parcial de sociedades limitadas.

Foram analisados três acórdãos em trâmite no Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo: 2022.0000655440, 2022.0000846766 e 2023.0000415235, que tinham como pano de fundo a análise de contratos sociais que careciam de disposições específicas, como evidenciado pelo primeiro caso, cujo o contrato mencionava apenas um “balanço patrimonial extraordinário”. No entanto, seria adequado estabelecer que, em caso de saída de um sócio, as cotas do sócio que se retira seriam determinadas por meio de um processo de *valuation*. Este processo deveria ser conduzido por uma empresa ou profissional especializado em avaliação de empresas. A falta de clareza nesses contratos pode acarretar disputas entre sócios; a ausência de previsões específicas pode gerar incertezas prejudiciais à reputação da empresa. Portanto, ressalta-se a importância da redação clara e objetiva dos contratos sociais, juntamente com avaliações regulares de *valuation*, para mitigar riscos de conflitos e prejuízos aos sócios retirantes.

A pesquisa bibliográfica foi realizada por meio da busca e análise crítica de materiais publicados.

Seguindo as orientações de Gil (2018)⁽³⁾, a pesquisa bibliográfica foi cuidadosamente selecionada de acordo com a relevância do tema abordado. O público-alvo do estudo engloba empresas de todos os segmentos.

A pesquisa documental consistiu na análise de documentos que relatam fatos ou acontecimentos relevantes para o estudo⁽³⁾. Neste caso, foram analisados documentos contábeis e registros da empresa de tecnologia objeto do estudo, como forma de compreender a realidade e os desafios enfrentados por ela.

A coleta e a análise dos registros contábeis da empresa investigada no estudo permitiram uma visão de suas operações financeiras, auxiliando na compreensão de como o *valuation* poderia ser aplicado e de que forma poderia contribuir para a gestão e a resolução de conflitos. Além disso, a análise do mercado empresarial nacional e suas tendências proporcionou uma perspectiva das condições e dos desafios enfrentados pelas empresas de todos os segmentos. Ao utilizar essa abordagem diversificada, este estudo visou alcançar uma compreensão abrangente e fundamentada do papel do *valuation* como ferramenta de gestão e resolução de conflitos em empresas, embasando-se em fontes confiáveis, dados da empresa estudada e análise da teoria sobre o tema. As etapas de desenvolvimento desta pesquisa foram apresentadas na Tabela 1, considerando a combinação das diferentes abordagens utilizadas para a obtenção de informações relevantes.

Tabela 1. Etapas de desenvolvimento da Pesquisa

Etapa	Descrição
1	Identificação das principais cláusulas do contrato social
2	Identificação do regime tributário
3	Identificação do custo de oportunidade da empresa
4	Demonstração dos principais indicadores de valores
5	Demonstração do valor da empresa pelo modelo Stern Stewart
6	Demonstração do valor da empresa pelo fluxo de caixa descontado
7	Demonstração da nova cláusula do contrato social em conformidade com as decisões em tribunais superiores.

Fonte: Dados Originais da Pesquisa.

A análise dos indicadores permitiu avaliar a situação financeira e patrimonial da empresa durante um processo de dissolução parcial. Os resultados preliminares do estudo evidenciaram a importância da transparência e da definição precisa de indicadores financeiros no contrato social das empresas. A ausência de disposições específicas pode levar a interpretações conflitantes e disputas entre os sócios, como destacado nos três acórdãos em trâmite no Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo: 2022.0000655440, 2022.0000846766 e 2023.0000415235. Nesses casos, a falta de informações no contrato social acerca da apuração do valor da empresa no momento da saída dos sócios resultou na exclusão dos sócios retirantes dos lucros futuros, com base no critério contábil de valoração patrimonial.

É relevante ressaltar que a apuração do valor das cotas do sócio retirante, por meio do balanço judicial de liquidação, pode apresentar algumas limitações e potenciais prejuízos a esse sócio. Com base nesses casos, foi demonstrado neste estudo o potencial prejuízo que poderia afetar o sócio retirante durante o processo de dissolução parcial de uma sociedade limitada. Para isso, foram consideradas diferentes abordagens, incluindo a liquidação das cotas por balanço de liquidação, a avaliação do valor da empresa pelo modelo de Stern Stewart (método que mede o valor econômico da empresa em relação ao custo de capital), a aplicação do modelo de fluxo de caixa descontado, além de outros aspectos que podem ser incorporados para a mitigação de conflitos durante o processo de dissolução parcial.

Nesse contexto, o balanço de liquidação assume a forma de uma ferramenta contábil essencial

para determinar como os ativos e passivos serão tratados e distribuídos entre as partes interessadas. Em essência, ele proporciona uma visão clara e precisa da saúde financeira da empresa no momento da liquidação, algo de vital importância tanto para os envolvidos quanto para fins legais e regulatórios.

É importante ressaltar, no entanto, que o balanço de liquidação possui algumas limitações. Embora forneça um retrato claro dos ativos e passivos da empresa, não leva em consideração a perspectiva de caixa e não contempla o conceito de lucro econômico, que é fundamental para avaliar o desempenho financeiro de uma empresa a longo prazo.

Tabela 2. Ativos da Empresa (em R\$)

Descrição da conta / ano	4	3	2	1
Ativo	73.249.610	56.338.865	55.405.129	57.748.104
Ativo circulante	7.512.398	3.780.162	6.224.283	7.379.307
Disponível	302.897	1.074.607	672.808	2.836.686
Clientes	4.203.305	2.629.276	2.502.426	1.751.439
Outros créditos	203.555	76.278	1.670.358	1.496.788
Estoque	2.802.641	0	1.378.690	322.329
Ativo não-circulante	65.720.545	52.542.036	49.165.723	50.368.797
Ativo realizável a longo prazo	44.748.096	33.062.184	32.119.770	39.261.241
Investimentos	130.769	130.769	130.769	0
Imobilizado	20.458.589	18.965.993	16.532.093	10.932.238
Licença de uso	383.091	383.091	383.091	175.318
Ativo permanente	16.667	16.667	15.123	0
Ativo diferido	0	0	0	0

Fonte: Elaborada pelo autor a partir do Balanço Patrimonial da empresa analisada.

Tabela 3. Passivos da Empresa (em R\$)

Descrição da conta / ano	4	3	2	1
Passivo circulante	8.101.487	9.444.763	17.659.921	6.717.602
Empréstimos e financiamentos	4.813.965	5.506.036	12.893.488	4.376.773
Fornecedores	2.071.076	3.351.830	4.290.486	1.976.434
Obrigações tributárias	556.277	380.901	252.706	190.198
Obrigações trabalhista e previdenciária	243.014	188.706	206.181	142.492
Outras obrigações	17.060	17.060	17.060	31.706
Dividendos e JCP	400.096	0	0	0
Passivo não-circulante	55.939.158	39.949.153	30.179.913	43.066.296
Empréstimos e financiamentos	13.650.681	10.162.908	334.397	6.046.678
Outras obrigações	1.127.736	184.414	243.686	298.281
Receitas futuras	41.160.742	29.601.754	29.601.831	36.721.351
Patrimônio líquido	9.208.965	6.944.949	7.565.294	7.964.206
Capital social	3.846.154	3.846.154	3.846.154	3.846.154
Reservas de lucros	3.462.627	3.462.627	3.462.627	3.462.627
Lucros ou prejuízos acumulados	1.900.184	363.301	256.513	655.425

Fonte: Elaborada pelo autor a partir do Balanço Patrimonial da empresa analisada

Portanto, embora o balanço de liquidação seja uma ferramenta valiosa para determinar a distri-

buição de ativos e passivos em um cenário de encerramento, suas limitações, especialmente a falta de consideração dos lucros econômicos futuros, podem resultar em uma representação distorcida da empresa quando há a intenção de continuar suas atividades. As Tabelas 2,3,4 e 5 listam as demonstrações contábeis da empresa em análise.

Tabela 4. Resultado do Exercício (ajustado, em R\$)

DRE AJUSTADO	4	3	2	1
Receita líquida	27.488.753	29.201.452	24.284.301	17.978.847
(-) CPV	1.070.336	2.751.405	2.987.290	3.069.649
Lucro bruto	26.418.418	26.450.048	21.297.011	14.909.197
(-) Desp. Operacionais	16.712.884	21.949.983	18.428.494	11.934.406
(+) Outra receitas operacionais	1.348.003	513.602	535.112	16.428
EBITIDA	11.053.536	5.013.667	3.403.629	2.991.220
(-) Depreciação	2.777.760	2.826.473	1.809.166	1.369.923
EBIT	8.275.776	2.187.194	1.594.462	1.621.297
(-) Provisão de IR liq	2.404.832	942.060	954.458	562.378
NOPAT RESTRITO	5.870.944	1.245.134	640.004	1.058.919
(+) Receita financeira liq ir	42.931	3.905	22.090	59.976
NOPAT AMPLO	5.913.875	1.249.039	662.094	1.118.895
(-) Desp financeira liq ir	1.747.379	517.519	203.674	314.446
Despesas não operacionais	3.344	0	0	0
Receitas não operacionais	44.499	0	4.729	47.017
LUCRO LÍQUIDO	4.207.651	731.520	463.149	851.467

Fonte: Elaborada pelo autor a partir da DRE - Demonstração do Resultado do Exercício da Empresa analisada.

Tabela 5. Depreciação, CAPEX e Distribuições (em R\$)

ANO	4	3	2	1
Depreciação	2.777.760	2.826.473	1.809.166	1.369.923
CAPEX	4.671.130	5.257.917	7.711.231	3.679.097
Lucro Distribuído e Dividendos	526.190	2.006.088	842.616	983.394

Fonte: Elaborada pelo autor a partir da Demonstração do Fluxo de Caixa da empresa analisada.

Com base nos dados previamente mencionados e após realizar as devidas apurações por meio do balanço de encerramento, foi possível constatar que a empresa detinha um capital social no montante de R\$ 3.846.153,85, além de possuir reservas de lucros no valor de R\$ 3.462.627,30 e lucros acumulados na ordem de R\$ 1.900.183,75. Assim, o patrimônio líquido da empresa, no ano 4, totalizou a cifra de R\$ 9.208.964,90, considerado como valor disponível para liquidação (Tabela 6).

Tabela 6. Resultados do Balanço de Liquidação (em R\$)

ANO	4	3	2	1
Capital Social	3.846.154	3.846.154	3.846.154	3.846.154
Reservas de lucros	3.462.627	3.462.627	3.462.627	3.462.627
Lucros ou prejuízos acumulados	1.900.184	363.301	256.513	655.425
Total da liquidação	9.208.965	7.672.082	7.565.294	7.964.206
Cota de capital do sócio A = 50%	4.604.482	3.836.041	3.782.647	3.982.103
Cota de capital do sócio B = 50%	4.604.482	3.836.041	3.782.647	3.982.103

Fonte: Elaborada pelo autor a partir do Balanço e DRE da empresa analisada.

Dado que cada sócio possuía 50% das cotas de capital, a distribuição do montante disponível para liquidação, totalizando R\$ 9.208.964,90, seria de R\$ 4.604.482,45 para cada sócio no ano 4. Essa divisão refletia a equidade estabelecida no contrato social, mas o modelo não considerava projeções futuras de lucro, focando em métricas históricas.

O modelo Stern Stewart, conhecido como Avaliação EVA (*Economic Value Added*), é uma abordagem de avaliação que mede o valor econômico gerado pela empresa em relação ao custo de capital. Desenvolvido por Joel Stern e G. Bennett Stewart III, utiliza indicadores como NOPAT (Lucro Operacional Líquido), Capital Investido (*Invested Capital*), e Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM) para estimar o custo do capital próprio (K_e), considerando o risco. A fórmula principal do CAPM é expressa por:

$$K_e = R_f + \beta_i(R_m - R_f)$$

O retorno esperado do ativo [K_e] é a compensação exigida pelos investidores ao investirem em um ativo específico. A taxa livre de risco (R_f) reflete o retorno esperado de um investimento sem risco, associado aos títulos do tesouro americano *T-Bond*. O prêmio de risco de mercado ($R_m - R_f$) compensa o risco do mercado, sendo a diferença entre o retorno esperado do mercado e a taxa livre de risco. O beta (β_i) mede a volatilidade do ativo em relação ao mercado; um beta maior do que 1 indica maior volatilidade, e um beta menor que do que 1 indica menor volatilidade. Em resumo, o custo de capital próprio expressa a taxa mínima de retorno que justifica a aceitação de um investimento⁽¹⁾.

O custo de capital de terceiros, ou custo da dívida, equivale ao custo atual incorrido pela empresa ao obter empréstimos no mercado. Representa o custo de oportunidade de mercado dos recursos de terceiros (dívida onerosa) usados no financiamento dos investimentos, sendo determinado basicamente por uma fórmula específica.

$$K_i = R_f + (\text{Spread de Crédito}) + (\text{Benefício Fiscal})$$

O Custo Médio Ponderado de Capital (*WACC - Weighted Average Cost of Capital*) é a taxa de retorno mínima que uma empresa deve alcançar para agregar valor aos seus acionistas. Essa métrica reflete o custo total de financiamento, considerando a ponderação do mix entre dívida e capital próprio, representando a taxa esperada pelos investidores.

O EVA é a métrica central do modelo Stern Stewart, calculado subtraindo o custo de capital do NOPAT. O EVA indica o valor econômico criado pela empresa em relação ao custo do capital investido, sendo positivo quando a empresa gera valor e negativo quando não consegue superar o custo do capital.

O MVA (*Market Value Added*) é uma métrica que compara o valor de mercado da empresa com o capital investido, indicando se a empresa cria ou destrói valor para os acionistas. Um MVA positivo reflete avaliação acima do capital investido, enquanto um MVA negativo indica o oposto. O modelo Stern Stewart é útil ao focar em medidas financeiras vinculadas à criação de valor para acionistas, incentivando decisões que aumentem o EVA. Geralmente, é usado em conjunto com outras abordagens de avaliação. A Tabela 7 analisa a empresa objeto deste estudo com base no método Stern Stewart.

Tabela 7. Avaliação de empresa pelo modelo de Stern Stewart

Rentabilidade	4	3	2	1
Retorno operacional do investimento	21%	6%	3%	6%
Margem operacional	21%	4%	3%	6%
Giro do investimento	101%	77%	86%	102%
Retorno do ativo	6%	1%	1%	1%
Margem líquida	15%	3%	2%	5%
Giro do ativo	38%	52%	44%	31%
ROE	46%	11%	6%	11%
ROI	8%	2%	1%	2%
Ganho alavancagem	38%	8%	5%	9%
PAYOUT	13%	274%	182%	115%
Ki BRUTO	13,34%	5,80%	3,84%	4,62%
Ki líq ir	8,80%	3,30%	1,54%	3,02%
Ke	16,96%	14,68%	14,68%	14,68%
PESO CAP. TERC	66,72%	69,29%	63,62%	56,69%
PESO CAP. PRÓPRIO	33,28%	30,71%	36,38%	43,31%
P/PL	200,51%	225,62%	174,85%	130,88%
WACC	11,52%	6,80%	6,32%	8,07%
b NOPAT (Reinvestimento)	-34,55%	294,32%	799,53%	10,14%
g NOPAT (Crescimento)	-2,77%	6,50%	9,24%	0,19%
EVA	2.683.751,1	(291.981,2)	(674.340,2)	(424.761,4)
MVA (<i>Goodwill</i>) - Modelo Stern Stewart	23.302.347,9	(4.295.599,1)	(10.668.194,0)	(5.264.183,5)
Vo - valor da empresa - Modelo Stern Stewart	50.975.958,2	18.318.293,9	10.124.985,5	13.123.473,9

Fonte: Elaborada pelo autor a partir do Balanço e DRE da empresa analisada.

Conforme demonstrado na Tabela 7, a análise pelo modelo de Stern Stewart revela resultados financeiros robustos. O EVA alcançou R\$ 2.683.751,10, indicando lucros que superaram as expectativas dos investidores. O MVA (Valor Econômico Agregado), ou *Goodwill*, atingiu R\$ 23.302.347,87, evidenciando a capacidade da empresa de criar valor para os acionistas ao longo do tempo.

Além disso, o valor da empresa, calculado por meio do Modelo Stern Stewart, foi de R\$ 50.975.958,17, refletindo a avaliação de mercado com base nas demonstrações contábeis e desempenho financeiro, superando o balanço de liquidação. Considerando que cada sócio detinha precisamente 50% das cotas de capital, cada um receberia R\$ 25.487.979,09 no ano 4. Essa divisão refletia a equidade no contrato social, garantindo participação igual no processo de liquidação.

Tabela 8. Distribuição das cotas com base no modelo de Stern Stewart (em R\$)

ANO	4	3	2	1
Vo - Valor da Empresa - Modelo Stern Stewart	50.975.958	18.318.294	10.124.986	13.123.474
Cota De Capital Do Sócio A = 50%	25.487.979	9.159.147	5.062.493	6.561.737
Cota De Capital Do Sócio B = 50%	25.487.979	9.159.147	5.062.493	6.561.737

Fonte: Elaborada pelo autor a partir do Balanço e DRE da empresa analisada.

Os indicadores positivos do método Stern Stewart refletem a sólida saúde financeira da empresa e sua capacidade comprovada de criar valor. Contudo, esses resultados devem ser interpretados de forma equilibrada, considerando outras análises para uma compreensão completa da condição finan-

ceira. Embora o método Stern Stewart seja valioso para avaliações de curto prazo, ele tem limitações notáveis a longo prazo e na avaliação de fatores externos. O método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) incorpora o elemento temporal, sendo mais adequado para avaliações de longo prazo e decisões estratégicas de investimento.

O FCD é considerado uma abordagem confiável para determinar o valor de uma empresa. Sua solidez reside na capacidade de calcular os fluxos de caixa futuros esperados, considerando o risco associado. Esse método é respeitado devido à sua fundamentação financeira robusta e à consideração cuidadosa das projeções de fluxo de caixa. A premissa básica do FCD é que o valor de uma empresa está relacionado aos benefícios financeiros futuros. Os fluxos de caixa futuros são projetados e trazidos a valor presente por meio de uma taxa de desconto, baseada no custo médio ponderado de capital (WACC).

O método permite considerar as expectativas futuras da empresa, levando em conta crescimento, riscos e fatores relevantes. No entanto, depende de previsões e estimativas, introduzindo incerteza na avaliação. É essencial realizar uma análise cuidadosa das projeções e utilizar taxas de desconto apropriadas.

Tabela 9. *Free cash flow* da empresa (em R\$)

ANO	4	3	2	1
(-) CPV	1.070.336	2.751.405	2.987.290	3.069.649
Lucro Bruto	26.418.418	26.450.048	21.297.011	14.909.197
(-) Desp. Operac	16.712.884	21.949.983	18.428.494	11.934.406
(+) Outra Receitas Oper	1.348.003	513.602	535.112	16.428
EBITIDA	11.053.536	5.013.667	3.403.629	2.991.220
(-) Depreciação	2.777.760	2.826.473	1.809.166	1.369.923
EBIT	8.275.776	2.187.194	1.594.462	1.621.297
(-) Provisão de IR Liq	2.404.832	942.060	954.458	562.378
NOPAT - FLUXO DE CAIXA DA OPERAÇÃO - FCO	5.870.944	1.245.134	640.004	1.058.919
Depreciação	2.777.760	2.826.473	1.809.166	1.369.923
Capex	4.671.130	5.257.917	7.711.231	3.679.097
Investimento em Giro	-3.921.978	1.233.173	-785.042	-2.201.791
(=) FREE CASH FLOW DA EMPRESA - FCDE	7.899.552	-5.245.956	-6.286.185	-418.387

Fonte: Elaborada pelo autor a partir do Balanço e DRE da empresa analisada.

O *Free Cash Flow* (FCF), ou Fluxo de Caixa Livre, representa o dinheiro disponível após a empresa financiar gastos operacionais e de capital. No modelo de Fluxo de Caixa Descontado (FCD), o FCF é crucial para estimar o valor presente dos fluxos de caixa futuros. É calculado subtraindo os gastos operacionais e de capital (Capex) das entradas de caixa operacionais, refletindo a capacidade da empresa de gerar dinheiro após atender às suas necessidades. Quanto maior o FCF e menor a taxa de desconto (WACC), maior será o valor presente da empresa. O WACC é crucial na avaliação das empresas, representando a taxa de retorno mínima para criar valor para acionistas. No caso analisado, o WACC é 11,52%. A gestão financeira estratégica, alinhada ao WACC, desempenha papel crucial na tomada de decisões e maximização do retorno para investidores, como mostra a Tabela 10.

No histórico de crescimento da empresa em análise, observou-se um notável aumento do Nopat no último ano (Ano 4), com crescimento de 371,51%. Nos últimos quatro anos em relação ao início da pesquisa, a empresa manteve sólida média de crescimento do Nopat, com aumento médio de 110,07%, indicando uma tendência positiva no desempenho financeiro ao longo do tempo.

Ao analisar uma empresa, é crucial projetar como seus fluxos de caixa se desenrolariam nos cinco anos seguintes, período conhecido como explícito. Durante essa fase é feito um exame das projeções financeiras, revelando como as operações são planejadas.

Tabela 10. Estrutura de Capital

Descrição	ANO 4
Ki BRUTO	13,34%
Ki líq IR	8,80%
Ke	16,96%
PESO CAP. TERC	66,72%
PESO CAP. PRÓPRIO	33,28%
P/PL	200,51%
WACC	11,52%

Fonte: Elaborada pelo autor a partir do Balanço e DRE da empresa analisada.

Tabela 11. Fluxo de Caixa Descontado da Empresa (FCDE) no período explícito (em R\$)

DESCRIÇÃO	ANO 1	ANO 2	ANO 3	ANO 4	ANO 5
EBITDA	12.847.579	14.979.598	17.516.145	20.537.034	24.137.983
DEPRECIACÃO	2.916.648	3.062.480	3.215.604	3.376.384	3.545.204
EBIT	9.930.931	11.917.118	14.300.541	17.160.649	20.592.779
IR	3.376.517	4.051.820	4.862.184	5.834.621	7.001.545
NOPAT	6.554.415	7.865.298	9.438.357	11.326.029	13.591.234
DEPRECIACÃO	2.916.648	3.062.480	3.215.604	3.376.384	3.545.204
FLUXO DE CAIXA DA OPERACÃO	9.471.062	10.927.778	12.653.961	14.702.413	17.136.438
CAPEX	4.904.686	5.149.920	5.407.416	5.677.787	5.961.677
FCDE	4.566.376	5.777.858	7.246.545	9.024.626	11.174.761

Fonte: Elaborada pelo autor a partir do Balanço e DRE da empresa analisada.

Tabela 12. Fluxo de Caixa Descontado da Empresa (FCDE) no Período Implícito (em R\$)

DESCRIÇÃO	PERPETUIDADE
EBITDA	26.374.521
DEPRECIACÃO	3.722.464
EBIT	22.652.057
IR	7.701.699
NOPAT	14.950.358
DEPRECIACÃO	3.722.464
FLUXO DE CAIXA DA OPERACÃO	18.672.822
CAPEX	6.259.760
FCDE	12.413.061

Fonte: Elaborada pelo autor a partir do Balanço e DRE da empresa analisada.

É igualmente crucial considerar a visão de longo prazo da empresa. Esse é o período implícito (Tabela 12), que se estende além dos cinco anos seguintes, com projeções financeiras para o futuro distante, permitindo compreender como a empresa planeja manter seu desempenho e evoluir em um cenário de perpetuidade.

A taxa de desconto WACC (custo de financiamento da empresa levando em conta capital próprio e de terceiros) foi calculada em 11,52%. Ao descontar os fluxos de caixa futuros utilizando o WACC, foi

obtido o valor presente desses fluxos, fornecendo uma avaliação sólida do valor da empresa no tempo presente, como demonstrado na Tabela 13.

Tabela 13. Fluxo de Caixa Descontado da Empresa (FCDE) no período explícito (em R\$)

DESCRIÇÃO	ANO 1	ANO 2	ANO 3	ANO 4	ANO 5	PERPETUIDADE
FCDE (R\$)	4.566.376	5.777.858	7.246.545	9.024.626	11.174.761	12.413.061
WACC	11,52%	11,52%	11,52%	11,52%	11,52%	11,52%
WACC Acumulado	11,52%	24,37%	38,69%	54,67%	72,49%	92,36%
VP DO FCDE (R\$)	4.094.670	4.645.809	5.224.837	5.834.695	6.478.500	6.453.010

Fonte: Elaborada pelo autor a partir do Balanço e DRE da empresa analisada.

Nessa fase é importante revelar os resultados obtidos por meio do método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Essa abordagem possibilitou estimar o valor da empresa tanto para o período explícito (próximos 5 anos) quanto implícito (perpetuidade), proporcionando uma análise abrangente do seu valor atual.

No período explícito, as projeções financeiras indicaram um resultado de R\$ 26.278.510. Esse é o valor estimado da empresa considerando o valor projetado para os próximos 5 anos, levando em consideração o crescimento projetado e outros fatores financeiros. No período implícito, também conhecido como perpetuidade, a avaliação foi de R\$ 6.453.010, refletindo a visão conservadora do desempenho da empresa a longo prazo e considerando um cenário de crescimento sustentável.

O valor total da empresa, conforme calculado pelo método do Fluxo de Caixa Descontado (FDCD), foi substancial, alcançando a marca de R\$ 32.731.520. Esses números proporcionaram uma visão sólida e completa do valor atual da empresa, baseado em projeções financeiras e premissas selecionadas para a avaliação.

Essa avaliação permitiu analisar em detalhes os componentes subjacentes a esse valor e entender as implicações que ele tem para o presente e o futuro do negócio. Essa análise fornecerá uma base sólida para a tomada de decisões estratégicas informadas.

Tabela 14. Valor da Empresa Pelo Método do Fluxo de Caixa Descontado (em R\$)

HISTÓRICO	VALOR
Período explícito	26.278.510
Período implícito	6.453.010
VALOR DA EMPRESA PELO FDCD	32.731.520

Fonte: Elaborada pelo autor a partir do Balanço e DRE da empresa analisada.

Neste estudo foi feita a avaliação de uma empresa por meio de três métodos distintos, com o intuito de obter uma visão holística do seu valor. Os resultados dessas avaliações são os seguintes.

a) Balanço de Liquidação: o valor da empresa foi calculado em R\$ 9.208.965. Esse valor representa o patrimônio líquido da empresa, considerando seus ativos e passivos. Entretanto, é importante notar que esse método carece de projeções de crescimento futuro ou análise de desempenho a longo prazo, sendo, portanto, mais adequado para avaliações de curto prazo.

b) Modelo de Stern Stewart: esse método de cálculo resultou no valor de R\$ 50.975.958. Esse modelo se baseia em métricas financeiras de curto prazo, como o *Economic Value Added* (EVA), para avaliar o desempenho atual da empresa em relação ao custo de capital. No entanto, não incorpora projeções de fluxo de caixa futuro, limitando sua aplicação em cenários de longo prazo.

c) Modelo do Fluxo de Caixa Descontado (FCD): resultou em um valor de R\$ 32.731.520. Essa abordagem considera projeções de fluxo de caixa futuro, aplicando uma taxa de desconto representada pelo *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) para trazer esses fluxos de caixa a valor presente. É uma abordagem abrangente, mas depende de premissas específicas sobre o crescimento futuro e outros fatores.

Tabela 15. Valor da Empresa nos três métodos de avaliação (em R\$)

HISTÓRICO	VALOR
Balanço de Liquidação	9.208.965
Modelo de Stern Stewart	50.975.958
Modelo do Fluxo de Caixa Descontado	32.731.520

Fonte: Elaborada pelo autor a partir do Balanço e DRE da empresa analisada.

Neste estudo foram avaliados os valores que seriam atribuídos a cada sócio, levando em consideração a divisão igualitária de 50% das cotas de capital entre eles. Os resultados para o sócio que está se retirando e para o sócio que permanecerá na empresa variaram consideravelmente com base nos métodos de avaliação selecionados. A tabela 16 examina essas variações com mais detalhes.

Tabela 16. Valor para cada sócio considerando a cota de 50% (em R\$)

HISTÓRICO	VALOR
Balanço de Liquidação	4.604.482
Modelo de Stern Stewart	25.487.979
Modelo do Fluxo de Caixa Descontado	16.365.760

Fonte: Elaborada pelo autor a partir do Balanço e DRE da empresa analisada.

O Balanço de Liquidação atribuiria R\$ 4.604.482 ao sócio retirante, enquanto o sócio remanescente manteria os ativos e passivos da empresa sem um impacto direto em seu patrimônio. No entanto, é importante notar que esse método pode resultar em prejuízo para o sócio retirante, já que seu valor é baseado apenas nos ativos e passivos da empresa, sem considerar seu potencial de geração de lucros futuros.

O Modelo de Stern Stewart utilizaria um valor de R\$ 25.487.979 para o sócio retirante, mas implicaria um prejuízo significativo para o sócio remanescente devido à diferença entre o valor da empresa calculado por este método e o valor real de sua participação.

A escolha do método correto de avaliação evitaria prejuízos para ambos os sócios. É fundamental notar que, enquanto o modelo de Balanço de Liquidação pode ser inadequado para refletir o valor real da empresa, o modelo de Stern Stewart é altamente sensível a métricas de curto prazo e pode não considerar adequadamente o potencial de geração de lucros a longo prazo.

Devido à complexidade da situação, o método de FCD, que neste estudo resultou em um valor de R\$ 32.731.520, tem a preferência do mercado; os resultados deste estudo demonstraram que este é o método ideal. O FCD incorpora projeções de fluxo de caixa futuro, levando em consideração tanto o desempenho atual quanto o potencial de lucros futuros, tornando-o uma abordagem mais abrangente e equilibrada.

Além da avaliação da empresa, é importante que o contrato social seja bem elaborado, com os direitos e deveres dos sócios estabelecidos claramente, além das regras que regem a operação e a eventual dissolução de uma sociedade limitada. O contrato social é o principal instrumento jurídico para definir as relações entre os sócios e determinar as diretrizes para o funcionamento da empresa. Ele

estabelece as bases para a gestão, as obrigações dos sócios, as decisões importantes e os procedimentos para resolver possíveis conflitos⁽⁴⁾.

Na dissolução parcial de uma sociedade limitada, o contrato social assume um papel ainda mais crítico. A saída de um sócio pode gerar desafios financeiros, operacionais e legais, e é o contrato social que fornece as diretrizes para lidar com essas situações, determinando como os ativos, passivos e lucros serão distribuídos entre os envolvidos⁽⁵⁾. O documento deve ser elaborado com precisão para evitar lacunas e ambiguidades. As lacunas podem ser supridas por regras previstas na legislação, mas é importante que o contrato faça referência a essas disposições, para evitar conflitos de interpretação⁽⁶⁾.

Uma sugestão de cláusula de ajuste para o contrato social, baseada na literatura e em práticas recomendadas, é a seguinte:

1. no caso de retirada, exclusão ou saída de um sócio da sociedade, o valor das cotas do sócio retirante será estabelecido por meio de um processo de *valuation* realizado por uma empresa ou profissional especializado em avaliação de empresas;

2. o *valuation* será conduzido de forma imparcial e independente, levando em consideração todos os ativos, passivos, resultados financeiros e perspectivas de crescimento da sociedade;

3. as partes concordam em cooperar com o processo de *valuation*, fornecendo as informações e documentações necessárias para a avaliação adequada da empresa;

4. o custo do processo de *valuation* será suportado pela sociedade;

5. caso haja discordância em relação aos resultados do *valuation*, as partes se comprometem a buscar soluções amigáveis e a recorrer a métodos de resolução de conflitos, tais como mediação ou arbitragem;

6. esta cláusula tem como objetivo assegurar que a saída de um sócio da sociedade seja conduzida de forma transparente e justa, evitando conflitos e garantindo a equidade na determinação do valor das cotas do sócio retirante.

Em síntese, o processo de *valuation*, aliado ao contrato social, tem-se revelado como uma poderosa abordagem para a resolução de conflitos entre sócios retirantes em uma sociedade. O *valuation* busca determinar, por meio de métodos internacionalmente reconhecidos e alinhados com a natureza do negócio, o valor econômico das cotas do sócio que se retira. Os resultados do *valuation* constituem um marco referencial fundamental para a avaliação do valor das cotas do sócio em processo de saída.

Por sua vez, o contrato social assume um papel central na dissolução parcial de sociedades limitadas, estabelecendo os pilares e direcionamentos para a gestão da retirada de um sócio. A análise minuciosa das cláusulas contratuais e a consideração da inclusão de uma cláusula de ajuste garantem um processo de saída não somente equitativo, mas também harmonioso, capaz de atenuar potenciais conflitos. Esse enfoque assegura, de maneira conclusiva, um processo de saída que seja justo e equitativo.

Ao considerar os resultados preliminares deste estudo, fica evidente que a dissolução parcial de sociedades limitadas é um processo complexo que envolve diversos aspectos financeiros, patrimoniais e legais. É fundamental realizar uma análise cuidadosa desses elementos para evitar disputas entre os sócios.

Nesse contexto, é importante ressaltar que a utilização exclusiva do balanço de liquidação judicial para apurar os valores das cotas do sócio retirante pode acarretar prejuízos potenciais. Para evitar isso, é crucial considerar a adoção de métodos de avaliação mais abrangentes, que levem em conta não apenas o valor patrimonial atual, mas também as expectativas futuras e os ganhos trazidos a valor presente.

Nesse sentido, é fundamental que os sócios busquem o apoio de profissionais especializados, que possuam o conhecimento técnico necessário para aplicar métodos adequados de avaliação. Esses

profissionais serão capazes de considerar as expectativas futuras e evitar prejuízos injustificados ao sócio retirante, garantindo uma transição tranquila e justa durante o processo de saída.

REFERÊNCIAS

- [1] Assaf Neto A. *Valuation Métrica de Valor & Avaliação de Empresas*. 3ed. São Paulo (SP): Atlas; 2020.
- [2] Damodaran A. *Avaliação de Empresas*. 2ed. São Paulo (SP): Atlas; 2020.
- [3] Gil A.C *Como Elaborar Projetos de pesquisa*. 6ed. São Paulo (SP): Pearson Prentice Hall; 2007.
- [4] Coelho Fábio Ulhoa. *Manual de Direito Comercial: Direito de Empresa*. 31ed. São Paulo(SP): Saraiva, 2021.
- [5] Ramos A.S.C. *Sociedades Limitadas*. 5ed. São Paulo(SP): Revista dos Tribunais. 2020.
- [6] Carvalhosa M. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 11ed. São Paulo (SP): Saraiva; 2022.