

CONSIDERAÇÕES SOBRE O MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO NA APURAÇÃO DE HAVERES: UM ENSAIO TEÓRICO

CONSIDERATIONS ON THE DISCOUNTED CASH FLOW METHOD IN THE DETERMINATION OF ASSETS: A THEORETICAL ESSAY

CLÁUDIO ROBERTO CARÍSSIMO¹

Universidade Federal de Alfenas

● <https://orcid.org/0000-0002-1586-7147>

claudio.carissimo@unifal-mg.edu.br

RESUMO

O objetivo deste ensaio teórico é discutir, à luz da teoria contábil e de finanças, sobre o Acórdão - REsp 1.877.331 da 3ª Turma do Superior Tribunal de Justiça (STJ) que decidiu, para efeitos de Apuração de Haveres de sócio retirante, salvo determinação contida no Contrato Social, que o método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) não é pertinente. Como fundamento para a argumentação deste ensaio, foram incorporados os conceitos de ativo e a sua característica de geração de benefícios econômicos futuros. Para o ensaísta, essa característica é balizadora não só para a mensuração de ativos, como também para a mensuração do valor de uma empresa que é formada por um conjunto de ativos tangíveis e intangíveis. O Fluxo de Caixa Descontado é considerado um dos principais métodos de avaliação de empresas, sendo essencialmente financeiro, derivado da capacidade de geração de benefícios futuros que são projetados, descontados a valor presente, acrescentando ainda o valor da perpetuidade. A mensuração por este método pode considerar a empresa na situação em que se encontra, não sendo necessário projeções de crescimento, fatores macroeconômicos futuros, já que a jurisprudência considera que o futuro não pertence ao sócio retirante. Não obstante, não se pode desconsiderar a capacidade de geração destes benefícios econômicos, o que pode propiciar uma avaliação desprovida do valor justo, prejudicando assim uma das partes no litígio. Embasado nesses aspectos discutidos no ensaio, considera-se assim, a pertinência do uso do Fluxo de Caixa Descontado em processos de Apuração de Haveres.

Palavras-chave: Fluxo de Caixa Descontado. Apuração de Haveres. Goodwill. Perícia Contábil.

Editado em português e inglês. Versão original em português.

Artigo apresentado no 23º USP International Conference on Accounting, de 26 a 28 de julho de 2023.

¹ Endereço para correspondência: Av. Celina Ferreira Ottoni, 4000 | Padre Vitor | 37048-395 | Varginha/MG | Brasil.

Recebido em 02/10/2023. Revisado em: 11/12/2023. Aceito em 24/01/2024 pelo Prof. Dr. Rogério João Lunkes (Editor-Chefe). Publicado em 22/02/2024.

Copyright © 2024 RCCC. Todos os direitos reservados. É permitida a citação de parte de artigos sem autorização prévia, desde que identificada a fonte.

ABSTRACT

The aim of this theoretical essay is to discuss, in the light of accounting and finance theory, the Judgment - REsp 1.877.331 of the 3rd Panel of the Superior Court of Justice (STJ), which decided that to determine the assets of a retiring partner, unless determined in the Articles of Association, the Discounted Cash Flow (DCF) method is not pertinent. As a basis for the argumentation of this essay, the concepts of assets and their characteristic of generating future economic benefits were incorporated. For the essayist, this characteristic is a beacon for measuring assets and the value of a company, which is made up of a set of tangible and intangible assets. The Discounted Cash Flow is considered one of the main methods for valuing companies. It is essentially financial, derived from the capacity to generate future projected benefits, discounted to present value, adding the value of perpetuity. This method can measure the company in its current situation without the need for growth projections or future macroeconomic factors since case law considers that the future does not belong to the retiring partner. However, the ability to generate these economic benefits cannot be disregarded, which could lead to a valuation that is not fair value, thus harming one of the parties in the dispute. Based on these aspects discussed in the essay, using Discounted Cash Flows in Asset Determination processes is considered pertinent.

Keywords: *Discounted Cash Flow. Determination of Assets. Goodwill. Forensic Accounting.*

1 INTRODUÇÃO

Em Acórdão - REsp 1.877.331 - proferido pela 3ª Turma do Superior Tribunal de Justiça (STJ), em abril de 2021, foi decidido que para efeitos de Apuração de Haveres de sócio retirante, salvo determinação contida no Contrato Social, o método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) não é pertinente. Em síntese, dentre as justificativas dos ministros que votaram a favor deste entendimento, a apuração pelo método do FCD envolve resultados futuros e incertos, além de ter implicitamente uma aposta de como a sociedade se comportará no futuro, com rentabilidade estável ou frequente, não suportando, o sócio retirante, os riscos do negócio. Dessa forma, para os julgadores, deve prevalecer o critério patrimonial evidenciado no Balanço de Determinação (Consultor Jurídico, 2022).

Essa decisão judicial causou discussões no meio pericial contábil brasileiro, havendo no referido acórdão a menção de que “o legislador, ao eleger o Balanço de Determinação como forma adequada para a apuração de haveres, excluiu a possibilidade de aplicação conjunta da metodologia do fluxo de caixa descontado” (STJ, 2021 p. 1). Cabe ressaltar que o Balanço de Determinação não é um método de avaliação de empresa, no entanto, tem como objetivo evidenciar o valor de mercado ou econômico, do patrimônio líquido da sociedade. No artigo 606 do Código de Processo Civil é estabelecido que havendo omissão no contrato social sobre a forma de avaliação da empresa, “o juiz definirá, como critério de apuração de haveres, o valor patrimonial apurado em balanço de determinação [...] avaliando-se bens e direitos do ativo, tangíveis e intangíveis, a preço de saída, além do passivo também a ser apurado de igual forma” (Lei n. 13.105, 2015). Destaca-se que mesmo a referida legislação ao fazer menção a valores de saída, tal indicação não restringe, no Balanço de Determinação, a evidenciação dos ativos a valor justo, os passivos a valor presente e os intangíveis da empresa que podem ser representados pelo *Goodwill*, caso a empresa apresente os atributos para constituí-lo (Caríssimo, 2014).

Muito embora esse acórdão esteja constituído com as formalidades jurídicas necessárias, além de ter sido emanado das autoridades competentes, em termos teóricos, é passível de uma análise mais aprofundada, ou até mesmo certa contestação. Isso porque não se pode tratar a Contabilidade de forma isolada de outras ciências ou fenômenos econômicos e sociais. Não merecendo despeito, a Contabilidade por ser uma ciência social, deriva das ações da vida em sociedade e das complexidades a ela inerentes. Trazendo inferências históricas, Herrmann Jr.

(1951) já apresentava que a Contabilidade trata da riqueza apropriada como matéria econômico-administrativa, decorrente de relações entre os indivíduos que formam uma sociedade, da riqueza coletiva e da sociedade humana e da riqueza apropriada pelas empresas. Dessa forma, o comportamento destas riquezas se integra ao patrimônio que é objeto de estudo contábil. Indo mais além, Herrmann Jr. (1951) cita o potencial econômico decorrente das atividades empresariais, estas realizadas pela empresa em movimento.

Considerações deste autor, em meados do século passado, já trazem a questão da riqueza (geração de valor) e do movimento, ou seja, da continuidade como postulado, posto que as entidades objeto do registro e informações contábeis devem ter como parâmetro para o reconhecimento e avaliação de determinadas contas, a condição de estar em andamento ou não. Uma empresa, estando em andamento, ou seja, em continuidade de seu negócio e tendo capacidade de gerar riqueza, agregar valor aos seus sócios/acionistas, apresenta maior valor do que uma empresa sem perspectivas de horizonte, em liquidação ou mesmo uma empresa recém constituída que não evidencia ainda se será capaz de agregar valor aos proprietários/investidores (Campos, 2011; Iudícibus, 2021).

A avaliação de empresas em processos judiciais é tema de pesquisas acadêmicas. Há literatura e evidências empíricas do uso do FCD pelos peritos judiciais contadores quando da atuação como avaliadores em processos de Apuração de Haveres. Há trabalhos que constataram a menção do método do FCD em jurisprudência de tribunais de contas, preferência por peritos contadores pelo FCD, como também a justificativa do uso do FCD em função da capacidade de geração de renda da sociedade (Caríssimo *et al.*, 2016; Strassburg & Moreno, 2020; Mazzei & Gonçalves, 2020; Garcia, 2022).

Decorrente das evidências destes estudos aplicados à Apuração de Haveres, somado à literatura contábil e de finanças e, por outro lado, o referido acórdão que determina como impertinente o uso deste método para avaliação de sociedades quando da saída de sócios por falecimento ou dissídia, surge a questão motivadora deste ensaio teórico. À luz da teoria contábil e de finanças, este ensaio tem a pretensão de trazer a seguinte questão: o FCD se apoia em resultados futuros e incertos, ignorando os riscos do negócio para o sócio retirante e transferindo-o aos sócios que continuam no negócio?

Essa discussão tem implicações tanto teórica quanto prática. Como teórica é uma oportunidade, para quem sabe, falsear pressuposições da literatura, trazendo uma interpretação do meio jurídico ao contábil e de finanças, enriquecendo o debate e vislumbrando um ponto de vista distinto. Na parte prática procura analisar, fundamentado no arcabouço teórico, eventual limitação deste método de avaliação de empresas no contexto jurídico brasileiro, ou mesmo, apresentar argumentos que embasem o seu uso, ou mesmo reflexões sobre pressuposições inerentes aos métodos de avaliação de empresas que agreguem à mensuração de atributos intangíveis do negócio. Cabe ainda salientar que este ensaio não tem a pretensão de responder ou enfrentar o referido acórdão, mas sim trazer à discussão o ponto de vista do autor sobre os argumentos que fundamentaram a decisão do referido tribunal, à luz da teoria contábil e de finanças.

2 O ATIVO E A SUA MENSURAÇÃO

No Brasil, sobretudo a partir do séc. XXI, iniciou-se uma mudança no paradigma contábil representado sobretudo em termos de literatura contábil quanto à normatização. Ocorreu uma ampliação dos estudos relacionados à contabilidade, tendo como evidências deste novo paradigma a expansão dos cursos de mestrado e doutorado na área contábil, concomitante com a adequação a um padrão internacional de normas de contabilidade. A consequência destes fenômenos se apresenta com o considerável crescimento de publicações e estudos no meio acadêmico contábil, como também uma aproximação dos órgãos normatizadores brasileiros com a academia e órgãos

internacionais como o *International Accounting Standards Board* (IASB) e as *International Financial Reporting Standards* (IFRS).

Desta mudança, a conceituação de ativo é uma das inúmeras transformações ocorridas. Se antes o ativo era conceituado como o conjunto de bens, direitos e disponibilidades, passou a ser entendido como “um recurso econômico presente controlado pela entidade como resultado de eventos passados” (CPC 00 R2, 2019, p. 19). O referido pronunciamento amplia a conceituação de recurso econômico descrevendo que se refere a direitos que têm capacidade para produzir benefícios econômicos. Estes benefícios econômicos se referem a entradas de fluxos de receitas, caixa ou ganhos, no presente e no futuro. Não no passado.

Quando se amplia a conceituação de ativo relacionado à capacidade de gerar benefícios e ao controle, abandona-se uma visão mais conservadora denotada pela propriedade e posse, passando para uma visão mais abrangente que traz a figura do controle e da capacidade de gerar benefícios econômicos futuros (Flores et al., 2018; Iudícibus, 2021). Porém, a relação entre ativo e geração de benefícios econômicos não é recente. Por exemplo, para Sprouse & Moonitz (1962, p. 20), “os ativos representam benefícios econômicos futuros esperados, direitos adquiridos pela empresa como resultado de alguma transação atual ou passada”.

Note-se que intrinsecamente relacionado ao ativo, não só no referencial teórico, quanto no normativo contábil, está a capacidade de gerar benefícios econômicos, ou seja, um ativo produz benefícios tanto no período corrente, como no futuro. Em função desta capacidade há diferentes bases para mensuração dos ativos, podendo ser a valores de entrada ou valores de saída. A valores de entrada, ativos são mensurados ao custo histórico, custo histórico corrigido, custo corrente, valor justo e valor realizável líquido. A valores de saída a mensuração pode ser a equivalentes correntes de caixa, valores de liquidação e valores descontados de fluxo de caixa (Flores et al., 2018). Cada uma destas formas de mensuração decorre de determinadas condições, características e normatizações para os ativos. Não obstante, para este estudo a discussão se concentrará nos valores descontados de fluxo de caixa.

Essa abordagem econômica para a definição e até mesmo mensuração dos ativos não se restringe a aspectos contábeis. Antes disso é direcionada por conceitos da economia. Em seu enfoque econômico, a interpretação, assim como a formulação de conceitos contábeis, se apoia em pressuposições econômicas, tanto em âmbito macroeconômico quanto microeconômico. Por exemplo, Hendriksen & Van Breda (2012) apontam que uma política de pagamentos de dividendos em períodos de recessão, pode auxiliar nos esforços para recuperação da atividade econômica assim como incentivo ao investimento. Por outro lado, a política de pagamentos poderá tender à diminuição, para conter períodos de inflação. Vejam que tais considerações trazem em seu bojo aspectos de políticas anticíclicas keynesianas. Minsky (2013), autor de corrente pós-keynesiana, corrobora o conceito de ativos, quando os liga à capacidade dos agentes econômicos em gerar recursos por meio de suas atividades empresariais, que podem ser afetadas em períodos de crise, causando inclusive a perda de valor desses ativos.

Deve ser ressaltado que essa perda de valor dos ativos, conforme explicado por Minsky (2013), assim também como Friedman (1972), que se apoiou em outra corrente de pensamento econômico, apresenta pontos convergentes no que se refere à relação entre demanda, valor dos ativos, taxa de juros e inserido nisso, o retorno e o apetite para o risco.

Considerando esses pressupostos econômicos, além dos conceitos contábeis e suas fundamentações, constatamos a relação dos ativos e a capacidade de geração de benefícios econômicos. Essa é uma condição básica para ser considerado um ativo e direcionador para o entendimento de que se determinado bem, ou mesmo empresa, tem como atributo a geração de benefícios econômicos futuros, a sua mensuração pode ser em decorrência destas atribuições.

2.1 Ativos e o valor justo

Essa breve revisão sobre o conceito de ativo é essencial para iniciar a discussão do uso do FCD, pois ambos estão ligados intrinsecamente à questão da geração do benefício econômico futuro. Além disso, influenciam e são influenciados pelo entendimento de que a contabilidade é um sistema de registro e mensuração dos fatos ocorridos nas entidades objeto da escrituração e por consequência a apresentação das demonstrações contábeis.

Cabe ressaltar que desde muito tempo, sobretudo a partir da década de 30 do século passado, contadores, entidades de classe e a academia, têm empreendido esforços na definição de ativo e em sua mensuração, que dependendo das características deste recurso, podem ser de distintas formas. Na década de 1960, Ijiri, e Jaedicke (1966) já traziam à discussão a possibilidade de mensuração de ativos por três critérios distintos: o custo histórico, o custo histórico ajustado por mudanças no nível de preços e o valor de mercado. Essas opções ao longo do tempo foram se ampliando e tornando-se mais evidentes e melhor compreendidas e constatadas as necessidades desta variedade. Hendriksen e Van Breda (2012) apresentaram uma evolução e melhor explanação destas possibilidades ao trazerem para discussão teórica as bases para a mensuração, mas separadas entre valores de entrada e valores de saída: mensuração com base em eventos passados, representada pelo custo histórico e preços de venda passados; a valores correntes, representada pelos custos de reposição e pelo preço corrente de venda; a valores futuros, que decorre de mensurações apoiadas em custos esperados e valores realizáveis esperados (Martins et al., 2001; Hendriksen & Van Breda, 2012; Flores et al., 2018).

Devido aos objetivos deste ensaio, merece uma maior atenção e explicações a mensuração com base no valor realizável esperado (Hendriksen & Van Breda, 2012). Essa forma de mensuração passa a ser justificada em decorrência de poder apresentar um valor justo para determinados tipos de ativos, tais como empreendimentos isolados ou mesmo para a avaliação de uma empresa como um todo. Segundo os autores, o valor realizável esperado se relaciona com valores descontados de fluxos de caixa ou capacidade de geração de serviços futuros, enquanto o valor líquido será o preço corrente de saída deduzidos os custos para sua venda.

A questão do conceito e determinação de valor dos ativos desenvolveu-se em função do processo de normatização da mensuração e evidenciação da informação contábil, formada ao longo dos anos. Essa evolução decorreu das necessidades do mercado e das instituições/empresas. A própria formação do *Accounting Principles Board* (APB) e, posteriormente, do *Financial Accounting Standards Board* (FASB), decorreram da necessidade de regulamentar práticas contábeis, como também padronizar e até reduzir procedimentos aleatórios dos contabilistas no início do século XX (Emerson et al., 2010; Flores et al., 2018).

Voltando à questão do valor justo e sua evolução conceitual para a formação de seu conceito, estudos como o de Philips (1963) *apud* Emerson, Karim e Rutledge (2010) abordaram sobre novas perspectivas de avaliar e mensurar ativos, isso em meados do século XX, dentre as quais o lucro e o fluxo de caixa como formas para a sua mensuração. Vale destacar que neste período a *American Accounting Association* (AAA) formou um comitê de estudos com a tarefa de desenvolver uma estrutura teórica básica para a contabilidade, resultando na formação do *Statement of Basic Accounting Theory* (ASOBAT) (Emerson et al., 2010).

Atualmente, com o processo de padronização às IFRS, o conceito de valor justo conforme o Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC 46 (Mensuração do Valor Justo), que corrobora a IFRS 13, 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 de mensuração”. Na mensuração a valor justo, o pronunciamento estabelece que características e condições do ativo devem ser levadas em consideração e que no caso de mensuração de ativos não financeiros, o seu valor justo decorre da capacidade de gerar benefícios econômicos.

Outro ponto que merece destaque é a menção à condição do ativo. Essa condição pode ser decorrente do ativo ser novo, seminovo ou em estado mais deteriorado, ou ainda, e isso se aplica à discussão deste ensaio, à condição do ativo, ou conjunto de ativos, no momento do evento e de sua capacidade de gerar benefícios. Nesse caso, o conjunto de ativos será uma unidade geradora de caixa e a forma de mensuração poderá se apoiar em três níveis hierárquicos, conforme aponta o CPC 46.

Esses três níveis hierárquicos são: I) o mercado ativo que representa os preços cotados em mercados de ativos idênticos; II) informações observáveis dos ativos ou mesmo preços e mercados similares; e III) dados não observáveis, mas que são relevantes para a mensuração do ativo, porém não estão disponíveis. A mensuração a valor justo que se utiliza da apuração a valor presente de fluxos de caixa esperados, ou seja, se embasa em valores futuros, é um exemplo da informação ao nível 3. Uma mensuração ao nível 3, embora tenha como característica se embasar em dados não observáveis, utiliza-se de dados observados da empresa ou do ativo, ou seja, decorrentes de suas demonstrações contábeis ou controles, modelando-os por meio de premissas que complementarão o desenvolvimento destes dados (CPC 46, 2012).

Conforme introduzido no início deste tópico, o conceito de ativo traz a capacidade de geração de benefício econômico em período futuro, não no passado, muito embora séries temporais, ou seja, sequências das variáveis determinantes para a mensuração do ativo, possam ser utilizadas para a sua valoração. Essa atribuição de valor irá decorrer dos critérios de mensuração, que dependerá de suas características e condição do ativo, para que assim possa ser determinado o seu valor justo. E em se tratando de Apuração de Haveres, valor justo é um ponto-chave, posto que o perito contador avaliador deverá buscar apresentar um valor que não seja inferior e nem superior a um patamar de segurança. Porque se determina o valor inferior ao valor justo, beneficia o sócio que continua no negócio em detrimento do retirante/falecido. Por outro lado, se apura um valor superior ao valor justo, beneficia o sócio retirante/falecido em desfavor do que continua no negócio. Essa segunda situação é a que os ministros do STJ justificam para entenderem como impertinente o FCD para a mensuração de uma empresa em processos judiciais. Todavia, mais à frente serão analisadas as pressuposições deste método de avaliação de empresas, a sua ligação com o conceito de ativo e seu atributo de gerar benefícios econômicos futuros.

3 FLUXO DE CAIXA E FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

O fluxo de caixa, em termos específicos, representa as entradas e saídas efetivas de caixa nas corporações. Por outro lado, esse termo direciona para uma demonstração contábil assim como para um método de precificação de ativos e até mesmo de uma empresa. Muito embora o termo em si seja fluxo de caixa, no que se refere à avaliação de ativos e de empresas, decorre de uma abordagem relacionada à renda, ou seja, a valorização do ativo ou da empresa é com base na renda ou nos fluxos de benefícios econômicos que o ativo é capaz de realizar (Martins et al., 2001; Hitchner, 2017; Palepu & Healy, 2018).

Na avaliação de uma empresa, seja para um processo de aquisição ou mesmo na Apuração de Haveres, a mensuração dos ativos é um aspecto importante, senão o que direcionará se a entidade objeto da avaliação apresentará valor a receber caso os ativos sejam superiores aos passivos (Ornelas, 2003; Caríssimo et al., 2016). Deste processo, tem-se que os ativos podem ser mensurados por diferentes bases, sendo que a mensuração com base em valores descontados de fluxo de caixa é uma delas e como o próprio nome expressa, é uma forma de mensuração capaz de suportar as condições para ofertar um valor justo que é apurado com base nos fluxos de caixa esperados (Martins et al., 2001; Caríssimo et al., 2016; Hitchner, 2017).

O método do FCD é considerado como um dos principais métodos de avaliação de empresas, sendo essencialmente financeiro, ou seja, com base na renda. Este método representa a mensuração de uma empresa ou mesmo um ativo ou conjunto destes, tendo por base os benefícios

econômicos projetados em período futuro, descontados a valor presente, acrescentando ainda o valor da perpetuidade ou valor residual. Neste método, ativos que apresentam maior capacidade de gerar caixa têm valores mais elevados (Martins et al., 2001; Damodaran, 2007; Martelanc et al., 2010; Hitchner, 2017).

Muito embora o método tenha por título Fluxo de Caixa Descontado, tal método se relaciona com o lucro, posto que apesar de não contemplar o que se chama de *accruals*, ou seja, as provisões, assim como o reconhecimento das amortizações e depreciações, faz ajustes para os investimentos e desinvestimentos, assim como incorpora saídas de caixa de exercícios futuros não descontadas no exercício atual, mas reconhecidas nessas provisões. Nesse ponto, Martins (1999) ressalta essa abordagem relacionada ao lucro ao considerar que “o conceito tradicional e intuitivo de lucro está vinculado, em sua última consequência ao fluxo financeiro”. Essa afirmativa se fundamenta inclusive do fato de que a base para a determinação dos fluxos de caixa para os cálculos do valor das empresas se faz pela Demonstração do Resultado do Exercício, ou seja, pela DRE, mediante os devidos ajustes requeridos na literatura sobre o tema.

No CPC 46 (2012) que trata sobre a determinação do valor justo e estabelece três níveis de informações, ao tratar do nível 3, utiliza-se de dados observáveis da empresa, complementados por premissas que auxiliarão no modelo escolhido para a precificação do referido ativo ou mesmo empresa. Dessa forma, na mensuração a valor justo utiliza-se a previsão dos fluxos de caixa ou do resultado contábil da empresa. Além disso, são acrescentadas as demais premissas como a taxa de desconto que incorpora o risco tanto do negócio quanto o sistemático, período de projeção, perpetuidade ou valor residual, dentre outros pontos.

Em literatura focada sobre o papel do expert financeiro em litígios, e as atividades da perícia contábil se adequam a estas ações, a avaliação de uma empresa em função da retirada ou mesmo falecimento de um sócio, é apontada como um dos vários temas que demandam esse tipo de atuação. Para as avaliações, os experts podem se apoiar em três abordagens principais: a abordagem de renda, a abordagem de mercado e a abordagem baseada em ativos (ou custo). A abordagem da renda se fundamenta na teoria de finanças e tem como premissa de que o valor de um ativo é igual ao valor presente de seus retornos futuros esperados. A abordagem de mercado utiliza como determinante do valor da empresa, dados de mercado em transações semelhantes ou outros indicadores de valor relativos a negócios comparáveis. A abordagem baseada em ativos avalia individualmente e a valor de mercado os ativos da empresa, desconta os passivos também a valor de mercado e apura o valor do patrimônio da empresa (Weil et al., 2017).

O FCD tem seus fundamentos na abordagem da renda, embora seja um método essencialmente financeiro. Em obra voltada à atuação de profissionais de avaliação em litígios, Weil et al. (2017) apontam este método como o coração das finanças e dos métodos de avaliação de negócios. Não obstante essa alegação, o objetivo deste ensaio não é dissertar sobre a supremacia (ou não) deste método, mas discutir, em termos teóricos, a sua pertinência quando utilizado para demandas judiciais. Reitera-se que muito embora a obra de Weil et al. (2017) tenha como objetivo geral discutir o papel do avaliador, no caso brasileiro, de um expert em avaliação de empresas, a sua aplicação nessas situações ocorre em um cenário de litígio, que pode ser tanto judicial quanto extrajudicial. Decorrente disso, infere-se que para estes autores, mesmo em processos judiciais ou discussões extrajudiciais, há a pertinência do uso deste método.

Conforme fundamentação apresentada no Acórdão (REsp 1.877.331), o FCD demanda estimativa de eventos futuros e incertos relacionados ao faturamento, lucratividade, taxa de juros utilizada no desconto, fatores macroeconômicos como taxa de crescimento do PIB, taxa de juros, taxa de desemprego, dentre outros pontos. Considerou-se ainda, que tal método envolve resultados futuros e incertos e traz uma aposta de como o negócio se comportará no futuro, com rentabilidade estável ou frequente.

No entanto, de forma adversa ao que se manifesta em dito instrumento jurídico, o método do FCD pode ser utilizado tendo por base a condição da empresa/entidade na época da avaliação,

sem projeções com base em crescimento, ou mesmo tendo por base a média de resultados de exercícios anteriores, já que há variação nos números. Essa forma de avaliação é referendada no CPC 00 R2 (2019) quando o órgão normatizador orienta que o valor econômico de um ativo é com base no recurso econômico que o ativo é capaz de gerar e não no benefício econômico futuro que será recebido. Veja que essa orientação separa a mensuração de um ativo em sua capacidade de gerar benefícios econômicos e não em seus benefícios a serem gerados.

Além disso, projeções para mudança nos fluxos de caixa futuros em função de aumento da atividade econômica, assim como a complementação de modelos de precificação, como o *Capital Asset Price Model* (CAPM), para a determinação da taxa de desconto, são complementos que se fazem sobretudo em empresas de capital aberto com negociação em bolsa de valores, pois estas oferecem as condições para o cálculo do “beta”. Na avaliação de uma empresa de capital fechado ou de médio porte, não há na literatura regramento que obrigue a inclusão destas complementações no cálculo.

Dessa forma, optando o avaliador ou mesmo perito contador para a utilização do método do FCD com essas complementações, o profissional avalia o empreendimento com base na situação em que este se encontra na data do evento. Mesmo realizando a avaliação com as pressuposições do modelo, todavia, na situação em que a empresa se encontra, não são feridos os preceitos básicos para este tipo de avaliação, que são a estimativa dos fluxos de caixa e a taxa de desconto. Contudo, estes fluxos podem ser em valores fixos, já que irão derivar da situação em que a empresa se apresenta no momento da avaliação. Pode ainda o avaliador, para dirimir discrepâncias de anos melhores e piores ou mesmo sazonalidades, realizar uma média dos últimos 3 ou 5 anos, claro, atualizando monetariamente os valores e assim determinar a base para as projeções.

Nesse ponto é preciso trazer o conceito de avaliação do ativo no estado em que se encontra e considero que isso também pode ser aplicado no que se refere à capacidade de geração de benefícios econômicos futuros. Nessa situação, a capacidade de geração de caixa se fará conforme a condição e capacidade da empresa na data do evento. Exemplificando de forma simples, se a empresa apresenta nos últimos 3 anos um fluxo médio de R\$ 10.000,00, essa será a base para as projeções e os devidos descontos. Esses R\$ 10.000,00 refletem a capacidade do empreendimento em gerar benefícios econômicos no estado e na condição em que a empresa se encontra. Fluxos maiores decorrerão da eficácia da nova gestão, justificando nessa nova condição, a premissa de que o futuro, ou seja, aumentos nos resultados derivados de uma melhor gestão são méritos dos sócios que continuam no negócio, não cabendo assim ao retirante/falecido direito a eventos patrimoniais futuros. Contudo, a capacidade de geração de benefícios futuros contida no período em que o sócio participava do empreendimento é incorporada, não ocasionando assim perda a essa parte do litígio, já que conforme literatura e entendimento teórico, essa condição de geração de benefícios econômicos é fundamento para mensuração de ativos. Essa argumentação se ampara, por exemplo, em Damodaran (2007) ao relatar ações de analistas que utilizam de abordagens mais conservadoras na estimativa dos fluxos de caixa, dependendo das características, condições da empresa, inclusive ignorando fluxos com maior risco ou mesmo previsões especulativas.

Dessa forma, a avaliação com base em fluxos de caixa passados irá refletir a situação da empresa até aquele momento da saída do sócio dissidente ou falecido. Ao estimar os fluxos de caixa com base em dados históricos e atualizados à data da avaliação, é possível aplicar a projeção necessária ao uso do FCD, sendo estabelecida com base na capacidade do conjunto de seus ativos em gerar esses benefícios, ou seja, na capacidade em que a empresa se encontrava até o momento da saída do sócio, que também será o momento da avaliação, salvo determinação expressa do juiz, caso esteja sob discussão judicial.

Enfim, intrinsecamente ligado à condição de ativo e, por consequência, da empresa, está a sua capacidade de gerar benefícios futuros. Se foi reconhecido como ativo, por consequência irá

gerar benefícios futuros. Dessa forma, ao não valorizar a firma por essa capacidade, poderá o avaliador cair no erro de prejudicar a parte dissidente e garantir enriquecimento ilícito para a outra.

3.1 Métodos de avaliação da empresa com base no Fluxo de Caixa Descontado e na apuração do *Goodwill*

Na mensuração do valor de uma empresa e, como consequência disso, na elaboração do Balanço de Determinação, havendo capacidade da organização em gerar benefícios econômicos futuros acima do valor dos ativos avaliados a valores de saída ou mercado, essa empresa é detentora de um ativo intangível, o *Goodwill*.

Existem distintos métodos para a mensuração do *Goodwill*. Ornelas (2003), assim como Neiva (1997), para o seu cálculo, dividem um lucro acima do normal por uma taxa que reflete o custo do capital da empresa. Esse atributo leva em consideração tanto a capacidade de gerar benefícios econômicos, acrescentando, conforme explicado por Martins et al. (2001), que decorre da habilidade de gerar lucros acima do normal, e diversos outros fatores, tais como, equipe hábil, ponto comercial, know-how, dentre outros. Ressalta-se que esse lucro acima do normal é representado pelo excedente do lucro em relação a um custo de oportunidade que pode ser a taxa de juro de investimentos sem risco (Ornelas, 2003; Neiva, 1997).

Mesmo para esse tipo de ativo, evidencia-se a opção pelo uso do método do FCD em trabalhos periciais e em estudos relacionados ao tema. Caríssimo *et al.* (2016) evidenciaram a preferência por peritos contadores por este método; Strassburg & Moreno (2020), ao analisarem dois laudos periciais, constataram o uso de FCD para a Apuração de Haveres; tanto Mazzei & Gonçalves (2020) quanto Garcia (2022) apontam nos laudos periciais a avaliação de sociedades com base na capacidade de gerar renda e a menção ao FCD.

Santos (2011) exemplifica outra forma de apuração do *Goodwill*, pela diferença do valor econômico da sociedade deduzido do valor dos elementos patrimoniais avaliados a valor de mercado. Essa diferença, ou seja, essa *mais valia* será o *Goodwill*. Nota-se assim que embora se tenham outros métodos de mensuração deste intangível, tais como o Anglo-Saxão (Neiva, 1997) e diversas fórmulas apresentadas por Ornelas (2003), o FCD pode ser aplicado em sua mensuração, sendo corroborado em literatura aplicada, assim como em evidências empíricas.

3.2 A expectativa de rendimentos e mensuração do valor da empresa

Decorrente destes pontos abordados nesse ensaio teórico, compreendido deve estar que é indissociável a capacidade de gerar benefícios econômicos futuros dos ativos. Essa capacidade, no caso de empresas, decorrerá de seu conjunto de ativos tangíveis e intangíveis.

Tanto o vendedor quanto o adquirente avaliarão sob a ótica desses fluxos de benefícios, ou seja, dos fluxos de caixa esperados. O vendedor avaliará os ativos com base na capacidade da empresa em gerar esses benefícios para assim mensurar o valor justo do empreendimento. O adquirente, por sua vez, somente estará disposto a pagar um maior valor, caso possa recuperar o investimento realizado. Mesmo raciocínio no caso de um processo de Apuração de Haveres. Embora com interpretação diversa deste ensaio e afim ao emanado do referido Acórdão (REsp 1.877.331), Ornelas (2003 p. 134), ao relatar sobre o *Goodwill*, destaca que a atividade empresarial pressupõe a geração de lucros e que um investidor racional pagará um valor a mais por este ativo, somente se apresentar capacidade de retorno que outro investimento e que “nenhum empreendedor estará disposto a desembolsar um sobrevalor para obter o mesmo fluxo de lucros futuros”.

Nesse sentido, independentemente do método utilizado na avaliação da empresa, havendo a apuração de um valor superior dos ativos tangíveis a valor de mercado, deduzidos os passivos, o adquirente somente estará disposto a bancar essa *mais valia*, caso esteja em seu horizonte a possibilidade de obter um retorno sobre esse investimento. Isso significa afirmar que muito embora

no Acórdão proferido pelo STJ esteja entendido que eventos futuros e incertos (STJ, 2021 p. 28) com relevante grau de incerteza não são aconselháveis para a Apuração de Haveres do sócio dissidente, tais considerações correm em direção oposta à literatura e entendimento no campo econômico, contábil e de finanças.

Por outro lado, na visão do sócio adquirente que continua no empreendimento, ou mesmo tendo o raciocínio de um investidor, somente será racional pagar um valor maior pelo empreendimento se tiver em seu raciocínio a possibilidade de obter retorno no futuro. Esse sócio que permanecer no negócio, ao pagar um valor a mais decorrente da evidenciação no laudo pericial contábil da existência do *Goodwill*, o faz porque o negócio oferece uma capacidade de gerar benefícios econômicos. Cabe destacar que esse valor maior não será em relação ao empreendimento, posto que este será avaliado pela premissa do valor justo. O valor maior comentado se refere ao excedente do valor apurado descontado o valor total dos ativos tangíveis, mesmo avaliados a valor de mercado, deduzidos os passivos. Essa diferença é o *Goodwill*. Provavelmente um negócio nas mesmas condições e atividade desenvolvida, porém recém constituído, não apresentaria a mesma capacidade de geração destes resultados. Por isso, os herdeiros do sócio morto ou o sócio dissidente, têm o direito, inclusive sob a égide do conceito de valor justo, ao receber essa *mais valia* em decorrência deste intangível criado, sob pena de enriquecimento ilícito da outra parte.

3.3 Fluxo de caixa mensurado conforme a condição em que a empresa se encontra

Esse ponto é fundamental nesse ensaio e apresenta um posicionamento distinto, podendo ser até esclarecedor, quando no Acórdão - REsp 1.877.331 - proferido pela 3ª Turma do STJ. Dito acórdão aponta sobre a impertinência do FCD em função de sua incerteza, subjetividade quanto à taxa de desconto, fatores de risco, fatores macroeconômicos como a taxa de crescimento do PIB, taxa de juros etc.

Quando se avalia um investimento, como por exemplo, a viabilidade da compra de determinada ação ou até mesmo se o valor da cotação da ação está acima ou abaixo do valor justo desta ação, podemos utilizar o FCD, acrescido de todas essas variáveis como o aumento nas receitas em função da expectativa de aumento no PIB, taxa de crescimento nos lucros etc. Sim, esses são procedimentos utilizados que podem tornar mais robusta a mensuração do valor econômico da empresa.

Todavia, podemos também avaliar na situação em que o ativo se encontra, ou seja, na condição em que a empresa se encontra no momento em que deve ser feita a avaliação, obedecendo à premissa da condição do ativo para a avaliação a valor justo, ou seja, no estado em que se encontra. Se for um bem móvel, como um veículo, será a condição daquele veículo na data da avaliação levando-se em conta o desgaste, o estado de conservação, capacidade de uso, dentre outros pontos. No caso da avaliação de uma empresa, entende-se que essa condição será determinada pela capacidade que a empresa apresenta em gerar benefícios econômicos futuros aos seus proprietários/investidores na data da avaliação. E nisso o FCD oferece condições para a mensuração levando-se em conta esse preceito.

Quanto à taxa de desconto ser permeada por subjetividade na sua elaboração, tal condição é inerente a qualquer tipo de avaliação de ativos que tenha por premissa a sua avaliação pela capacidade de geração de benefícios econômicos. No CPC 46 (2012), ao tratar do nível 3 de informações, é ressaltado que mensurações que não incluíssem um ajuste para refletir o risco, não representariam um valor justo em razão da desconsideração dessa variável. Na taxa de desconto estão estimados os riscos inerentes ao empreendimento, sendo diversificáveis e não diversificáveis (Martelanc et al., 2010). Os riscos diversificáveis são representados por eventos específicos que afetam determinado ativo, como por exemplo, ações regulatórias do setor em que faz parte a empresa, perdas de clientes, questões trabalhistas, dentre outras. Os não diversificáveis decorrem de fatores de mercado que afetam toda a economia, tais como guerras, inflação, crises nacionais e

internacionais. Devido a estas premissas, a taxa de desconto tem como componentes uma taxa livre de risco, representando o retorno mínimo esperado, acrescida de um prêmio para este risco, que dependerá do cenário relacionado aos riscos diversificáveis e não diversificáveis (Martins et al., 2001; Martelanc et al., 2010).

Conforme enfatizado, mesmo na mensuração do *goodwill* da empresa, haverá subjetividade do avaliador, por exemplo na determinação do lucro acima do normal e na taxa que irá refletir o custo do capital da empresa. Reforça essa argumentação o que se expressa no CPC 46 (2012) nas informações de nível 3 quanto à taxa de juros, assim como a de desconto e a livre de risco. Todavia, apesar de haver essa subjetividade, autores como Martins e Lisboa (2005), Szüster e Szüster (2005) e Iudícibus (2007), justificam essa característica e habilidade do avaliador por meio de uma subjetividade responsável. Essa subjetividade responsável decorre do indivíduo fazer uso de escolhas para as premissas da avaliação, porém, fundamentadas em literatura e evidências que reforçam sua opção, diminuindo assim a possibilidade de avaliações distorcidas ou que não se carregam dos princípios do valor justo.

Quanto ao que os ministros manifestaram no referido Acórdão sobre haver ainda fatores de risco, macroeconômicos e taxa de juros, que estão implícitos no FCD e carregados de incerteza, deve ser esclarecido que tais premissas de forma subjacente compõem a taxa de desconto. Essa taxa reflete o retorno exigido pelo investidor, considerando os riscos associados ao investimento (Trugman, 2016). Pode ser determinada, por exemplo, pelo Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC), que considera tanto o custo do capital próprio quanto o custo do capital de terceiros em sua mensuração. Esses aspectos macroeconômicos e fatores de risco do mesmo modo, de forma implícita, foram as taxas requeridas tanto pelos investidores (sócios) quanto os credores (terceiros) no retorno exigido (Martins et al., 2001; Martelanc et al., 2010; Trugman, 2016).

Outro ponto relevante em qualquer método de mensuração de ativos é a expectativa de benefícios econômicos futuros. Como dito anteriormente, é inerente à avaliação de ativos de investimento, e uma empresa assim o é, tanto do ponto de vista de quem paga quanto de quem recebe. Do ponto de vista do vendedor ou do sócio retirante ou morto, a avaliação do valor justo de suas quotas se faz com base na capacidade da empresa em gerar benefícios econômicos futuros, se estiver em continuidade. Vale ressaltar que em empresas com perspectiva de descontinuidade (prejuízos constantes) os ativos terão avaliação com base em seu valor de liquidação. Do outro lado, o adquirente ou a parte que irá pagar pelas quotas, somente estará disposta a pagar um valor maior decorrente de atributos intangíveis (*Goodwill*) se estiver em sua frente o horizonte de ganhos futuros, podendo ser a perspectiva dos lucros ou dos fluxos de caixa.

Assim, com base nestes pontos e na busca para valor justo, a avaliação, mesmo que pelo FCD, será da empresa na condição em que se encontra, podendo ser desconsiderados aumentos futuros na receita decorrentes de taxas de crescimento, PIB etc. Mesmo porque, grande parte de aumentos futuros decorrerão da eficácia da nova administração, conforme argumentado anteriormente. Nesse caso, é pertinente a prerrogativa de que o “futuro” não pertence ao sócio retirante ou morto. No entanto, tendo-se como fundamento que inerente ao ativo está a sua capacidade de gerar benefícios econômicos, a avaliação da empresa pelo FCD irá considerar a condição da mesma no momento da avaliação. Essa condição pode ser medida com base, por exemplo, na média de fluxos de caixa passados. Corrige-se sazonalidades, variações, mas não desconsidera a capacidade da empresa em gerar os benefícios econômicos.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste ensaio teórico foi discutido se o FCD se apoia em resultados futuros e incertos, ignorando os riscos do negócio para o sócio retirante e o transferindo aos sócios que continuam no negócio. Para fundamentar a discussão, foi dissertado sobre o conceito de ativo e que, inerente a este, está a capacidade de gerar benefício econômico futuro.

Essa condição da geração de benefícios econômicos futuros, seja em forma de fluxos de caixa ou mesmo ganhos, é reconhecida pela literatura contábil e econômica, sendo direcionador para métodos de avaliação, dentre estes, o FCD.

Dessa forma, esse ensaio trouxe argumentações apoiadas no arcabouço teórico contábil e de finanças, quanto à pertinência do uso deste método, tendo-se em conta os pressupostos dos ativos como portadores de geração de benefícios econômicos futuros e de que essa capacidade conduz a valoração de uma empresa. Além disso, dissertou-se sobre o valor justo e que o FCD é um método referenciado para a sua apuração como método apoiado na renda. Destaca-se ainda a apresentação neste ensaio, de literatura que aponta este método sendo utilizado por peritos contábeis, tanto no Brasil quanto no exterior, a expectativa de rendimentos e a mensuração do valor da empresa e o risco embutido na taxa de desconto. Ressalta-se que não se objetivou enfrentar o referido acórdão, mas discutir do ponto de vista teórico o uso desta ferramenta.

Quanto à questão do risco do negócio, vale lembrar que de forma intrínseca a taxa de desconto leva tal restrição em consideração incorporando essa variável em seu montante. No que se refere à incorporação nas avaliações, sobretudo de empresas maiores e em grande parte de capital aberto, de fatores macroeconômicos como a taxa de crescimento do PIB, taxa de juros, foi defendida e fundamentada a opção da avaliação com base na situação em que a empresa se encontra na data da avaliação. Essa pressuposição se apoia no CPC, que direciona a avaliação de ativos com base na situação em que este se encontra.

Trazendo uma outra inferência, caso tivesse uma hipótese a ser testada para a análise da pertinência ou não do FCD, poderia ser da seguinte proposição: outros métodos de avaliação de empresas que não se baseiam no fluxo de caixa de descontado, na ótica do comprador, não se fundamentam na expectativa de benefícios econômicos futuros. Ao se considerar as argumentações tecidas neste ensaio teórico e que outros métodos de avaliação de *Goodwill* dividem a base para a sua mensuração por uma taxa que reflete o custo do capital da empresa, essa hipótese seria rejeitada. Isso porque ao dividir a base de cálculo do *Goodwill* por esta taxa e apurando-se um valor maior, ou seja, uma *mais valia*, esse valor somente será recuperado pelo adquirente ou por quem está pagando o valor das quotas, em exercícios futuros. Ou seja, mesmo em método específico para cálculo do *Goodwill*, intrinsecamente em sua fórmula, está um horizonte de tempo futuro para se recuperar o investimento. Em função disso, o adquirente ou o sócio que continua no empreendimento pagam esse valor a mais devido a reconhecerem a capacidade da empresa em ofertar nesse horizonte de tempo futuro, capacidade de geração de lucros, senão não estariam dispostos a assumir esse encargo.

Ao considerar a argumentação e fundamentos apresentados neste ensaio, considera-se assim, a pertinência do uso do Fluxo de Caixa Descontado em processos de Apuração de Haveres.

Enfim, espera-se que este ensaio possa colaborar no debate e compreensão deste método de avaliação de empresas e seu uso no meio jurídico e pericial contábil, como forma de colaborar para a justiça social na incorporação do valor justo nas avaliações. Como pesquisas futuras, análises de conteúdo em laudos periciais que tenham utilizado o FCD e quais as premissas para avaliação utilizadas podem oferecer um panorama mais detalhado dos critérios utilizados nas avaliações nesse tipo de demanda.

REFERÊNCIAS

Campos, G. M. (2011). Epistemological roots of going concern in accounting. *Enfoque*, 30(3), 20. <https://www.proquest.com/openview/a461b8d6e4c53555ccdcab3b49c9be5a/1?pq-origsite=gscholar&cbl=2030002>

Caríssimo, C. R. (2014). Análise da preferência dos peritos contadores quanto à escolha do método de avaliação de sociedades em perícias de apuração de haveres com base na Análise Hierárquica (AHP). [Dissertação de Mestrado em Controladoria e

- Contabilidade. Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Contabilidade e Controladoria, Universidade Federal de Minas Gerais]. https://repositorio.ufmg.br/bitstream/1843/BUOS-9NNHPA/1/claudio_car_ssimo_31_07_14.pdf
- Caríssimo, C. R., Moreira, M. A., de Ornelas, M. M. G., & Silva, J. T. M. (2016). Uso da Análise Hierárquica (AHP) para identificação da preferência de peritos-contadores quanto ao método de avaliação de sociedades em perícias contábeis. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 10(1). DOI: 10.17524/repec.v10i1.1333
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2019). CPC 00 (R2) - Estrutura Conceitual para Relatório Financeiro, de 5 de novembro de 2010. Brasília. <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=80>
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2012). CPC 046 – Mensuração do Valor Justo, de 7 de dezembro de 2012. Brasília. <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=78>.
- Consultor Jurídico. (2022). *Fluxo de caixa descontado não serve para apurar haveres em retirada de sócio*. <https://www.conjur.com.br/2021-mai-27/fluxo-caixa-descontado-nao-serve-aporar-haveres-stj>.
- Damodaran, A. (2007). Valuation approaches and metrics: a survey of the theory and evidence. *Foundations and Trends® in Finance*, 1(8), 693-784.
- Emerson, D. J. et al. (2010). Fair value accounting: A historical review of the most controversial accounting issue in decades. *Journal of Business & Economics Research (JBER)*, 8(4).
- Flores, E., Braunbeck, G., & Carvalho, N. (Orgs.). (2018). *Teoria da contabilidade financeira: fundamentos e aplicações*. Atlas.
- Friedman, M. (1972). Comments on the Critics. *Journal of Political Economy*, 80(5), 906-950.
- Garcia, S. R. (2022). *Dissolução parcial nas sociedades limitadas: Estudo empírico da apuração de haveres antes e após o CPC de 2015*. Editora Dialética.
- Hendriksen, E. S., & Van Breda, M. F. (2012). *Teoria da Contabilidade*. Atlas.
- Herrmann Jr., F. (1951). *Contabilidade Superior - Teoria Econômica da Contabilidade*. Atlas.
- Hitchner J. R. (2017). *Financial Valuation: Applications and Models*. Fourth edition with website ed. Hoboken New Jersey: Wiley.
- Ijiri, Y.; Jaedicke, R. K. (1966). Reliability and objectivity of accounting measurements. *The Accounting Review*, 41(3), 474-483.
- Iudícibus, S. (2007). Ensaio sobre algumas raízes profundas da contabilidade, em apoio aos princípios fundamentais. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 1(1), 9-16.
- Iudícibus, S. de. (2021). *Teoria da contabilidade*. Atlas.

- Lei n. 13.105 de 16 de março de 2015 (2015). Código de Processo Civil. https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/l13105.htm
- Martelanc, R., Pasin, R., & Pereira, F. (2010). *Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e private equity*. Pearson Prentice Hall.
- Martins, E. (1999). Contabilidade versus fluxo de caixa. *Caderno de Estudos*, 01-10.
- Martins, E. et al. (Org.). (2001). *Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica - FIPECAFI*. Atlas.
- Martins, E., & Lisboa, L. P. (2005). Ensaio sobre cultura e diversidade contábil. *Revista Brasileira de Contabilidade*, 152. https://www.researchgate.net/profile/Eliseu-Martins/publication/266070447_ENSAIO_SOBRE_CULTURA_E_DIVERSIDADE_CONTABIL/links/54ad91950cf2828b29fcad95/ENSAIO-SOBRE-CULTURA-E-DIVERSIDADE-CONTABIL.pdf
- Mazzei, R. R., & Gonçalves, T. F. (2020). A Dissolução Parcial De Sociedade No Código De Processo Civil De 2015: Princípio Da Preservação Da Empresa, Competência, E Pronunciamento Que A Decreta. *Revista Eletrônica de Direito Processual*, 21(3).
- Minsky, H. P (2013). *Estabilizando uma economia instável*. Osasco, SP: Novo Século.
- Neiva, R. A. (1997). *Valor de mercado da empresa: modelos de avaliação econômico-financeira de empresas, exemplos de avaliação com cálculo de valores, subsídios para privatização, compra e venda, cisão, fusão e incorporação*. Atlas.
- Ornelas, M. M. G. de. (2003). *Avaliação de sociedades: apuração de haveres em processos judiciais*. (2a ed.). Atlas.
- Palepu, K. G.; Healy, P. M. (2018). *Análise e avaliação de empresas: decisões e valuation usando demonstrativos financeiros*. E-book. Cengage Learning.
- Philips, G. E. (1963). The accretion concept of income. *The Accounting Review*, 38(1), 14.
- Santos, N. J. (2011). Metodologia para determinação do valor econômico de empresas de capital fechado em processos de apuração de haveres de sócio. [Tese de Doutorado, Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Tecnológico. Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Florianópolis, SC]. <https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/95028>
- Sprouse, R. T. & Moonitz, M. (1962). Tentative set of broad accounting principles for business enterprises. *Accounting research study*, 03.
- Strassburg, U., & Moreno, K. A. C. (2020). Apuração De Haveres Em Processos Judiciais: Uma Análise De Dois Laudos Periciais Com Ênfase Nos Procedimentos Utilizados Pelos Peritos. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 10(3), 129-148.

Superior Tribunal de Justiça. (2021). Recurso Especial nº 1.877.331. Terceira Turma. Recorrente: Antônio Carlos Maia Gutierrez E Outros. Recorrido: Almaglan Comercial e Construtora Ltda e outros. Relator: Ministro Ricardo Villas Bôas Cueva. Brasília, 13 de abril de 2021. https://scon.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201902262895&dt_publicacao=14/05/2021

Szüster, N., Szüster, F. R., & Szüster, F. R. (2005). Contabilidade: atuais desafios e alternativa para seu melhor desempenho. *Revista Contabilidade & Finanças*, 16, 20-30.

Trugman, G. R. (2016). *Understanding business valuation: A practical guide to valuing small to medium sized businesses*. John Wiley & Sons.

Weil, R. L., Lentz, D. G., & Evans, E. A. (2017). *Litigation services handbook: The role of the financial expert*. New Jersey: John Wiley & Sons.

CONFLITO DE INTERESSES

O autor afirma não haver conflito de interesses com relação a este trabalho submetido.