

Métodos de avaliação do valor das empresas: proposição de aplicação em uma empresa prestadora de serviços contábeis

A. Eckert; M. S. Mecca; R. Biasio; M. Maragno

Universidade de Caxias do Sul, 95070-560, Caxias do Sul-RS, Brasil

(Recebido em 15 de abril de 2011; aceito em 13 de novembro de 2011)

Diariamente empresas são avaliadas por inúmeras razões. Entretanto, a avaliação da empresa como um todo é algo extremamente difícil e subjetivo. A principal dificuldade está no fato do valor uma empresa não ser percebido da mesma forma pelo comprador e pelo vendedor. A literatura especializada sugere diversas metodologias de avaliação, que podem solucionar estas diferentes percepções de valor. A escolha do método mais adequado cabe ao responsável pela avaliação, isto é, àquele que melhor atenda às expectativas de ambas as partes envolvidas na negociação. Dessa forma, o foco mais importante deve estar no processo de avaliação e não no seu resultado final. O presente trabalho tem por objetivo buscar, dentre os diversos métodos apresentados, uma metodologia para avaliar uma empresa prestadora de serviços contábeis, conhecidos popularmente como escritórios de contabilidade. Quanto aos procedimentos metodológicos, foi realizada uma pesquisa bibliográfica complementada por um estudo de caso. Identificou-se, através dos autores pesquisados, que o fluxo de caixa descontado é uma das metodologias mais difundidas e aplicadas para a determinação do valor de uma empresa. A partir dessa descoberta aplicou-se este método para obter a avaliação da empresa em estudo.

Palavras-chave: Avaliação; Valor de empresas; Fluxo de Caixa Descontado

Every day the companies are evaluated for enumerate reasons. However, the company evaluation as a whole is extremely difficult and subjective. The main difficulty is the fact that the value of the company is not perceived equally by the buyer and the seller. The literature suggests several methods of evaluation that can resolve these different perceptions of value. The choice of the method more appropriate is a responsibility of the person in charge of the evaluation, which means, it is the one with accomplish the expectations of both parties in the negotiation involved. Thus, the most important focus should be on the evaluation process and not it in the final result. The present work aims at searching, among the various methods, a methodology for evaluating a company providing accounting services, known popularly as accounting firms. In relation to the methodological procedures, it is a literature search, supplemented by a case study. It was identified by the authors surveyed the discounted cash flow is one of the most widespread and applied methodologies for determining the company value. From this discovery we applied this method to obtain the valuation of the company under study.

Keywords: Evaluation; Value of companies; Discounted cash flow

1. INTRODUÇÃO

O processo de avaliação de empresas, nos últimos anos, tem ganhado uma importância bastante considerável, com o aumento dos processos de fusão, cisão, incorporação, compra e venda, dentre outras situações. Tem-se discutido muito sobre os métodos disponíveis para realização da avaliação das organizações. Levando-se em conta que cada uma possui as suas limitações e peculiaridades, não se pode afirmar qual dos métodos é o mais eficiente. Isso vai depender do tipo de empresa que será analisada. Fazer a avaliação de uma empresa deixa de ser algo simples e passa a ser algo muito complexo, por inúmeros fatores, como por exemplo: os diversos ativos tangíveis e intangíveis e no passivo os diversos tipos de obrigações. Nessas situações, ter o conhecimento das ferramentas a serem utilizadas que, neste caso, são os métodos de avaliação de empresas, torna-se fundamental para o avaliador.

Uma avaliação bem sucedida deve representar de forma clara e objetiva o potencial, a qualidade e a perspectiva de crescimento que a empresa tem, demonstrando todos os fatores envolvidos na mensuração do valor. É bom lembrar que a qualidade da avaliação também está ligada proporcionalmente à qualidade das informações e dos dados adquiridos. Uma avaliação mal sucedida pode levar a sérias consequências, tais como expectativas irreais e incorretas. O

avaliador deve preocupar-se em atender às mais diversas exigências de cada um dos interessados. No entanto, é importante levar em consideração que uma decisão precipitada baseada nos dados informados pelo avaliador pode causar danos desagradáveis para a empresa que está sendo avaliada.

O processo de avaliação do valor de uma empresa pode parecer simples, mas não é. Em se tratando de avaliar a empresa como um todo, isso se torna complexo, pois não é somente o seu patrimônio líquido, estoques, ativos, passivos ou as informações que constam nos relatórios e demonstrativos contábeis que serão avaliados para definir um valor para ela, mas também se deve levar em consideração se a mesma possui credibilidade no mercado, marca, uma boa carteira de clientes e fornecedores, tempo de atuação no mercado em que ela está inserida, entre outros itens que, dependendo da área de atuação, podem ser relevantes no momento de fazer a avaliação.

Por esses e outros motivos que possam não ter sido citados, é de fundamental importância o conhecimento dos métodos de avaliação de empresas, para fazer a escolha do que melhor se encaixa com as informações que a empresa disponibiliza, a fim de se chegar a um valor inicial para futuras negociações.

Sabendo da existência dos mais variados métodos de avaliação de empresas, é necessário um conhecimento mais aprofundado sobre cada um deles, para poder fazer uma escolha mais eficiente a ser aplicada na empresa em estudo. Sabendo que o valor a ser apresentado tem de ser coerente com o valor de mercado, Falcini (1995) afirma que uma avaliação econômica, ao contrário do que possa parecer, não é estabelecer concretamente um preço ou valor específico de um bem, mas é uma estimativa de base, algo como uma tentativa de estabelecer dentro de uma faixa um valor referencial de tendências, em torno do qual atuarão as forças de mercado. Nessa perspectiva, fica claro que a avaliação não visa a fixar um preço para a sociedade, e sim à busca de um valor justo para a empresa que está sendo avaliada, e que não fique fora da realidade do valor de mercado. Tendo consciência dessas informações, cabe agora ao avaliador e/ou administrador fazer a escolha do melhor método de avaliação a ser aplicado na empresa em questão.

Qualquer que seja o método, sempre vai haver limitações e/ou particularidades. É isso que torna a escolha do método uma tarefa complexa, pois alguns podem chegar a um determinado valor que não condiz com a realidade da empresa, ou que fique longe dos valores atribuídos pelos demais métodos. Portanto, fazer a escolha do método que melhor se encaixa e transpareça com a realidade da empresa, não esquecendo que a mesma também possui limitações e particularidades, será de fundamental importância para o processo de avaliação.

Tendo em vista os diversos métodos de avaliação de empresas, é possível que primeiro deva-se avaliar o quanto foi investido para que hoje essa empresa existisse. Essa avaliação vai além de suas instalações, ativos e passivos. O processo precisa investigar o que a empresa possui na situação atual e, inclusive, suas projeções, resultados e lucros futuros. Nessa investigação, é que será avaliado seu valor. A partir do contexto apresentado, o objetivo deste trabalho é apresentar alguns métodos para avaliação de empresas, bem como, dentre os métodos apresentados, eleger o mais adequado para avaliar uma empresa prestadora de serviços contábeis, e aplicá-lo na empresa objeto deste estudo.

2. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O método de pesquisa utilizado é a pesquisa bibliográfica, na qual, através de levantamentos dos assuntos relacionados ao, busca-se evidenciar os diversos aspectos que devem ser considerados no processo de avaliação do valor de uma empresa. Com relação a esse tipo de pesquisa, Gil (1999) diz que a mesma é desenvolvida a partir de material já elaborado, constituído principalmente de livros e artigos científicos. Mattar (1997) complementa que as pesquisas bibliográficas são realizadas através do conhecimento de trabalhos já efetuados por outros autores.

Complementarmente é apresentado um estudo de caso em uma empresa prestadora de serviços contábeis, visando a utilizar de forma prática os conceitos teóricos apresentados na

pesquisa bibliográfica. Conforme Gil (1999), o estudo de caso é caracterizado pelo estudo profundo e exaustivo de um ou de poucos objetos, de maneira a permitir o seu conhecimento amplo e detalhado. A empresa objeto deste estudo é um escritório de contabilidade localizado em Caxias do Sul-RS, que, para fins de apresentação neste trabalho, será chamado pelo nome fictício de escritório contábil Ômega.

3. O CÁLCULO DO VALOR DAS EMPRESAS: ASPECTOS CONCEITUAIS

É importante esclarecer que existe diferença entre preço e valor, e que é vital esse conhecimento para compreensão do processo de avaliação de empresas. No que tange ao preço, este é o montante que o vendedor e o comprador estão em comum acordo em realizar numa operação de compra e venda. O preço é único, exato e preciso, e reflete a mensuração financeira de uma transação de compra e venda de determinada empresa.

Em se tratando de valor, este é relativo e depende de vários fatores, muitos deles subjetivos. Pode-se dizer que é o grau de utilidade de um bem, dentro de uma escala de preferências do consumidor, que determina o seu valor. O processo de avaliação de empresas consiste na busca do valor econômico, ou um valor que expresse o potencial de futura geração de riqueza da organização. Conforme Martinez (1999), não há um valor “correto” para um negócio, pois o valor deve ser determinado para um objetivo específico e considerar as perspectivas de ambos, do vendedor e do comprador, na transação. Damodaran (1997) complementa que qualquer percepção que o analista agregar ao processo de avaliação da empresa passará, a partir de então, a se incorporar ao valor da empresa.

A partir destas ideias iniciais, é possível afirmar que o valor é atribuído à organização através de um processo de avaliação, e o preço é aquele sobre o qual ocorrerá a negociação, não deixando de se observar as expectativas futuras do comprador e nem os objetivos do vendedor em obter o preço justo por sua empresa.

Ao ser observada a quantidade de conceitos existentes a respeito de valor para as empresas, poder-se-ia levantar vários debates sobre o assunto. Alguns gestores defenderiam que o valor deve estar ligado ao trabalho que foi necessário para criar e consolidar a empresa. Outros, por sua vez, defenderiam um ponto de vista diverso, de que o valor está claramente expresso nos registros e relatórios da contabilidade. Entretanto, independente dessas opiniões, nenhum deles estaria completamente errado, pois elas estão fundamentadas em diferentes aspectos que foram levados em consideração na atribuição do valor da organização.

Com isso, surge a necessidade de conhecimento dos diferentes tipos de valor, observando que cada um desses está direcionado para um fim específico. Sabendo dos inúmeros tipos de apuração deste valor, destaca-se a existência de três conceitos que, segundo Rodrigues e Mendes (2004), são essenciais para avaliação de empresas em termos monetários, e que estão alinhados com os objetivos do presente estudo: o valor patrimonial, o valor de mercado e o valor econômico.

O valor patrimonial é aquele que está estabelecido no balanço patrimonial da empresa e está registrado de acordo com os princípios fundamentais da contabilidade. Para Martelanc (2005), ele é um valor conhecido e facilmente identificado, necessitando apenas ser extraído do balanço patrimonial da empresa. Conforme Mendoza (2008), o valor patrimonial considera os valores históricos dos investimentos realizados e dos resultados da empresa, independente de estarem corrigidos monetariamente, ou não, até a data atual. Já Helfert (2000) entende que, pelos motivos citados acima, a utilidade do valor patrimonial para análise econômica é questionável, na maioria dos casos.

Já o valor de mercado, conforme Helfert (2000, p. 278), “[...] é o valor de qualquer ativo ou grupo de ativos quando comercializados em um mercado organizado ou entre partes privadas, em uma transação espontânea, sem coerção”. Ou seja, trata-se do valor atribuído à empresa em uma negociação. É importante ressaltar que não existe um valor de mercado absoluto, ele é representado por um acordo momentâneo entre duas ou mais partes. Os envolvidos na negociação é que vão atualizar as respectivas avaliações individuais para chegarem ao valor econômico do ativo. Outros autores, como por exemplo Assaf Neto (2006), afirmam que o valor

de mercado da empresa mostra-se como uma das melhores medidas de desempenho empresarial, pois considera a geração operacional de caixa atual e potencial, a taxa de atratividade dos proprietários de capital (credores e acionistas), bem como o risco associado ao investimento. Além disso, permite uma visão de longo prazo, vinculado à continuidade do empreendimento, indicado o poder de ganho e a viabilidade de um negócio.

O último dos três conceitos defendidos por Rodrigues e Mendes (2004) para avaliar uma empresa em termos monetários é o valor econômico, o qual é definido pela habilidade básica de um ativo ou de um direito que está em negociação, de gerar fluxos de caixa para a empresa. Helfert (2000, p. 278) define que “[...] o valor de qualquer bem está definido como o montante de caixa do qual o comprador está disposto a abrir mão agora – seu valor presente – em troca de um padrão esperado de fluxos de caixa futuro”. Assim, o valor econômico também pode ser um conceito orientado para o futuro. Mendoza (2008), por sua vez, considera que, em mercados de capitais avançados, em que exista um elevado grau de transparência, onde as informações empresariais estão bastante difundidas e caracterizadas como de alta qualidade, há uma grande aproximação entre o valor de mercado e valor econômico.

3.1 Métodos de avaliação

Nos dias atuais, o aumento de empresas e organizações em processos de compra, venda, cisão, fusão, incorporação, entre outras situações do gênero, tem feito os administradores repensarem os processos de avaliação de empresas, considerando os métodos existentes e as exigências do mercado. Esta não tem sido uma tarefa tão fácil quanto parece. Lopes de Sá (2002) alerta que, doutrinariamente, em contabilidade, 'estimar' não equivale a 'avaliar'. Segundo ele, um valor estimado deriva-se de uma suposição de realidade ou arbitramento. Já uma avaliação é fruto de uma técnica que busca a medida adequada através de critérios técnicos definidos.

Segundo Goulart (1999), a existência dos diversos objetivos e métodos é que torna o processo complexo, pois tudo vai depender das peculiaridades de cada empresa, não podendo generalizá-las. A autora lista uma série de circunstâncias em que existe a necessidade de uma avaliação:

“[...] na compra ou venda de uma empresa; nos estudos de viabilidade de associações de interesses da empresa; numa expropriação legal; numa partilha entre herdeiros; na determinação das participações sociais; na fusão de duas ou mais empresas; na cisão de uma empresa no todo ou em partes; no aponte parcial em bens de uma empresa para outra; no aumento ou diminuição do capital; numa eventual conversão da dívida de um país em ações ou participações em empresas; na privatização de estatais e numa dissolução societária” (GOULART, 1999, p.58).

A partir dessa idéia, fica evidente que não é somente pela compra ou venda de uma empresa que existe a necessidade de ser realizado um processo de avaliação da mesma, mas também para inúmeras outras razões.

Conforme Schmidt e Santos (2002), a contabilidade é uma ferramenta essencial para se fazer a avaliação. No entanto, afirmam os autores, ela não é uma ferramenta completa, pois existe, na atualidade, uma preocupação cada vez maior por parte de estudiosos, investidores e empresários do mundo inteiro sobre a lacuna existente entre valor econômico da entidade e seu valor contábil. Em sua obra, os autores ainda destacam a importância dos intangíveis que interferem no valor final da empresa e afirmam que alguns não aparecem no balanço patrimonial da mesma. Além disso, em algumas situações, as marcas, patentes ou projetos tecnológicos estão presentes nos demonstrativos contábeis, no entanto estão com valores históricos de custos ou de gastos e não pelo valor considerado no mercado.

Inúmeros fatores podem influenciar na elevação ou na queda de valor da empresa. Um deles é a perspectiva de ganhos futuros, ou seja, se no ramo em que ela está inserida as perspectivas de resultados forem boas, isso pode ser um fator relevante para a atribuição de um valor maior. De acordo com Holanda et al. (2007), um fator de relevância para se obter uma base ou um

valor justo é a informação, pois quanto mais rápidas e precisas forem as informações a serem avaliadas, maiores serão as chances de sucesso de qualquer empreendimento. É importante frisar que a qualidade de uma avaliação é também diretamente proporcional à qualidade dos dados, informações e do tempo despendido em compreender a empresa avaliada. Os processos de avaliação que tiverem um nível elevado de qualidade de informações sobre a empresa com certeza terão condições de apresentar um valor econômico da empresa e de suas ações com mais precisão.

Com o passar dos anos, surgiram diversas teorias de avaliação e muitas metodologias foram criadas, o que fez surgir a dúvida sobre qual método a ser utilizado. Perez e Famá (2010) entendem que os vários modelos e métodos de avaliação de empresas podem ser utilizados com conjunto ou isoladamente, porém, nenhum método isolado pode ser considerado o correto, inquestionável ou exato. No entanto, segundo os mesmos autores, existem métodos de avaliação mais consistentes que, de acordo com as premissas da avaliação, podem se revelar tecnicamente mais adequados, dependendo das circunstâncias de avaliação e da qualidade das informações disponíveis.

Considerando os inúmeros métodos existentes, eles se diferenciam entre si em diversos aspectos, técnicas, utilidades, complexidade e em quantidade de dados e informações. Com a diversidade dos métodos, cabe ao avaliador a escolha de qual ou quais utilizar para fazer a sua avaliação (GOULART, 1999).

A literatura especializada afirma que não existe um modelo que possa ser considerado o melhor, um modelo ideal. O que existe é a análise da empresa e das informações que ela disponibiliza para escolher o modelo a ser aplicado. Perez e Famá (2010) citam que, na prática, normalmente, o avaliador utiliza-se de vários métodos e julga seu resultado para o caso, chegando a um valor que represente a melhor estimativa possível do valor econômico da empresa. Os mesmos autores reforçam a ideia de que não existe um modelo melhor, mas que o modelo adequado para uso em um cenário específico dependerá de uma variedade de peculiaridades da empresa que está sendo avaliada.

Conforme Fernández (2001), os principais métodos de avaliação de empresa podem ser classificados da seguinte forma:

Quadro 1: Classificação de alguns dos principais Métodos de Avaliação de Empresas

MÉTODO	Balanco Patrimonial	Resultado Econômico	Goodwill	Fluxo de Caixa Descontado
MODELO	Modelo do valor contábil	Modelo do valor dos lucros	Modelo clássico	Fluxo de Caixa Livre
	Modelo do valor contábil ajustado	Modelo do valor dos dividendos	Modelo simplificado da União Européia	Equity Cash Flow
	Modelo do valor de liquidação	Modelo dos múltiplos de vendas	Modelo dos peritos contábeis europeus	Capital Cash Flow
	Modelo do valor substancial	Outros modelos de múltiplos		

Fonte: Adaptado de Fernández (2001, p. 3)

3.1.1 Método baseado no Balanço Patrimonial

Esses modelos propõem-se a avaliar a empresa através da estimativa de seus ativos. Müller e Teló (2003, p. 98) definem esses modelos como os que “consideram que o valor de uma empresa está, basicamente, em seu balanço patrimonial. Eles determinam o valor de um ponto de vista estático, que, entretanto, não contempla a possível evolução da empresa no futuro, com o conceito de valor do dinheiro no tempo”.

Dentro deste método, existem diversos modelos que podem ser utilizados. Um deles, o modelo do valor contábil, considera como valor contábil de uma empresa, de forma líquida, o

valor do patrimônio líquido, aquele que é expresso no próprio balanço patrimonial e é identificado com contas contábeis como as de capital social, reservas e lucros ou prejuízos acumulados. Esse valor é dado pela equação patrimonial, na qual é calculado matematicamente pela diferença entre o valor total dos ativos e o valor total do passivo, onde ficam registradas as obrigações da empresa com terceiros. Goulart (1999), por exemplo, evidencia que este modelo toma por base de valor da empresa o respectivo valor do patrimônio líquido, constituído pelo capital mais as reservas, cujo montante demonstra a diferença entre o ativo e o passivo exigível.

No entanto, há aspectos que limitam esse modelo, pois os critérios utilizados pela contabilidade são subjetivos e divergem dos critérios de valor de mercado, levando-se em conta que a contabilidade registra as operações pelos valores originais, baseando somente nos custos de aquisição ou de formação de um ativo ou para o valor de um passivo. Por esse motivo, é que o valor contábil e o valor de mercado da empresa geralmente não coincidem. Para Martins (2001), a avaliação de uma empresa normalmente se inicia pelas demonstrações contábeis. No entanto, por causa da adoção dos princípios contábeis e a influência da legislação tributária, em determinadas situações as demonstrações são incapazes de refletir o valor econômico de um empreendimento. Entretanto, mesmo levando em consideração as críticas feitas a esse modelo, ele pode servir de base comparativa com os resultados alcançados por meio de outros modelos, auxiliando na tomada de decisões.

O modelo do valor contábil ajustado, por sua vez, “[...] procura corrigir a deficiência mencionada no método do valor contábil, atualizando os valores dos ativos e passivos, registrados na contabilidade, ao valor de mercado”. (MÜLLER e TELÓ; 2003, p. 99). Quando esses valores são atualizados, encontra-se o valor de Patrimônio Líquido por uma consequência matemática expressa pela seguinte equação:

$$\text{Valor da empresa (PL)} = \text{Valor do ativo total ajustado} - \text{Valor do passivo total ajustado}$$

Santos (2005, p. 104) afirma que “caso essa metodologia venha a ser utilizada para determinação do Valor da Empresa (VE), a condicionante é que os valores contábeis do Ativo, Passivo e Patrimônio Líquido sejam compatíveis ou muito próximos aos seus valores de mercado”. Segundo ele, isso pressupõe a reavaliação e/ou atualização do valor dos ativos e passivos, considerando efeitos de algumas variáveis, como por exemplo a depreciação, a amortização, a exaustão, a inflação, a taxa de juros, a paridade contábil, dentre outros.

O modelo baseado no valor de liquidação representa o valor de empresa como se a mesma fosse liquidada, encerrando suas atividades, vendendo todos os seus ativos e pagando suas obrigações. Além disso, o resultado final seria ajustado por todas as suas despesas de liquidação e encerramento. Para Goulart (1999, p. 59), se todos os ativos da empresa forem alienados pelo exato valor constante no livro contábil, se todas as obrigações forem quitadas pelo exato valor porque estão registradas na contabilidade, e se depois disso sobrar dinheiro, esse dinheiro restante seria o valor pago pela empresa. Já Müller e Teló (2003) afirmam que esse modelo é limitado a essa situação específica, não sendo eficaz para determinar uma situação de continuidade, quando a empresa é vendida posteriormente. Assim sendo, em caso de uma possível continuidade das atividades da empresa, esse modelo não seria indicado para sua avaliação.

Outro modelo baseado no método de avaliação de empresas pelo Balanço Patrimonial é o modelo do valor substancial, o qual é representado pelo cálculo do investimento que deveria ser feito para constituir uma empresa em idênticas condições, as da empresa que está sendo avaliada. Falcini (1995) sustenta que a avaliação de uma empresa por este método corresponde aos fundos que seriam necessários para a aquisição, dentro de condições normais, de todos os bens que empresa possui, semelhante aos existentes.

Müller e Teló (2003) sugerem que há, dentro do modelo do valor substancial, três formas de cálculo que podem ser utilizadas. O primeiro é o valor substancial bruto, que corresponde ao valor dos ativos avaliados a preço de mercado. O segundo é o valor substancial líquido, ou valor de ativos líquidos ajustado, onde se diminuem os valores das obrigações. O terceiro deles é o valor substancial bruto reduzido, que é o valor substancial bruto diminuído do valor das obrigações contraídas a custo zero. Neiva (1999) critica esse modelo de avaliação e ressalta que

se torna particularmente impossível criar uma empresa em condições semelhantes de funcionamento como daquela que se pretende adquirir.

3.1.2 Método baseado no Resultado Econômico

Os modelos a seguir apresentados são baseados na Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) das empresas. Tais modelos buscam determinar o valor da empresa através de indicadores que são apresentados por meio das demonstrações de resultado. Para Müller e Teló (2003), é muito comum analisar o desempenho de empresas multiplicando sua capacidade de produção anual (ou suas receitas anuais) por uma taxa, conhecida como múltiplo.

O modelo do valor dos lucros encontra o valor da uma empresa a partir da multiplicação das receitas líquidas anuais por uma taxa determinada PER, que é a taxa da relação preço-lucro. Müller e Teló (2003, p. 100 - 101) afirmam que “essa taxa de uma ação indica o múltiplos dos lucros por ação que é pago no mercado de ações. Assim, se os lucros por ação no último ano fossem de \$ 4,00 e o preço da ação fosse de \$ 29,00, a PER seria de \$7,25 (29/4)”.

Apesar de aceito pelo mercado, esse modelo possui algumas restrições, e Martins (2001) relaciona algumas delas: considera apenas o lucro contábil, ignora o valor do dinheiro no tempo, ignora os riscos e traz implícita a ideia de eficiência de mercado.

Outro modelo, do valor dos dividendos, considera-se que os dividendos são apenas uma parte dos lucros que foram efetivamente propostos e pagos aos acionistas e, muitas vezes, são o único fluxo regular de recursos recebidos pelos investidores. Os fluxos são aqui considerados os que se referem aos pagamentos efetuados pela empresa aos seus sócios ou acionistas. Neiva (1999) explica que, de acordo com esse modelo, o valor de uma ação é o valor presente líquido dos dividendos que são esperados pelos acionistas.

Já o modelo dos múltiplos de vendas, também chamado de múltiplo de receitas, consiste em encontrar o valor da empresa multiplicando seu volume de vendas por um multiplicador. Esse multiplicador é encontrado arbitrariamente de acordo com o setor de atividades, sendo observado apenas pela movimentação do mercado. Martins (2001, p. 271) faz a seguinte observação sobre esse modelo:

Como o nome sugere, o lucro contábil é substituído pelo faturamento da empresa, tornando irrelevantes as informações sobre os demais itens do resultado de exercício. Essa opção pode surtir efeitos satisfatórios naqueles empreendimentos que não possuem um sistema contábil ou que nele não possamos confiar.

Existem ainda outros modelos de múltiplos que podem ser somados aos demais modelos baseados no método do resultado econômico. Dentre eles, destacam-se o valor da empresa dividido pelo EBIT (lucro antes dos juros e impostos), o valor da empresa dividido pelo EBITDA (lucro antes dos juros, impostos, depreciação, amortização e exaustão), e o valor da empresa dividido pelo fluxo de caixa operacional.

Assaf Neto (2006) afirma que um dos problemas desse método é que diferentes momentos de vendas implicam em diferentes avaliações, e ainda que as características de mercado em que cada empresa está inserida implicam em diferentes potenciais de riquezas futuras.

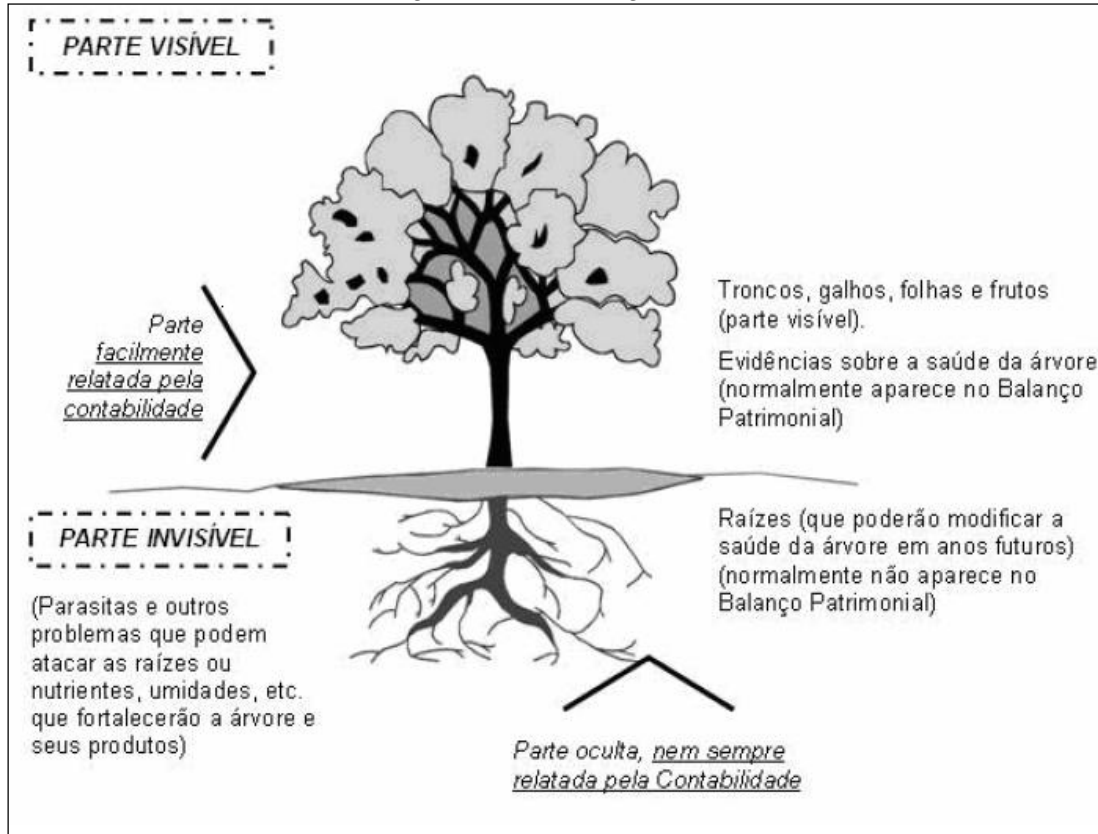
3.1.3 Método baseado no Goodwill

O goodwill representa o valor da parte intangível da empresa, como por exemplo o valor da marca, o valor da base de clientes existentes, o valor das relações com os fornecedores e outros tipos de vantagens intangíveis. Em alguns casos, o valor do goodwill pode ultrapassar significativamente o valor contábil ou valor contábil ajustado da empresa. Alguns valores de intangíveis não aparecem na contabilidade, no entanto, contribuem para atribuir valor a empresa. Os autores Schmidt e Santos (2002) afirmam que o goodwill é considerado por grande parte dos estudiosos da Teoria da Contabilidade como o mais intangível dos intangíveis. Segundo os autores, o conceito de goodwill, a sua natureza, a sua característica de não ser separável do negócio como um todo e o seu tratamento contábil estão entre os objetivos de estudo mais difíceis e discutíveis da Teoria da Contabilidade.

A própria definição e a natureza do goodwill têm sido objeto de pesquisas e inúmeras discussões dos estudiosos, e até hoje não existe um consenso nem uma definição única aceita universalmente. Para Müller e Teló (2003), um dos grandes inconvenientes da mensuração do goodwill reside na dificuldade de mensuração de seu valor, pois não há consenso entre os analistas na adoção de determinada metodologia para sua precisão.

A Figura 1 pode auxiliar para um melhor entendimento da diferença entre o ativo tangível do intangível.

Figura 1: Ativos Intangíveis



Fonte: Marion (2011). Reflexões sobre ativo Intangível

Sobre a Figura 1, Assunção et al. (2005) explicam que a parte da árvore que fica visível é o tangível de uma entidade, cujo valor é facilmente mensurado. É o que a contabilidade faz, avaliando os bens tangíveis de uma empresa. No entanto, continuam eles, a parte que não é visível é a responsável, em grande parte, para o crescimento e fortalecimento dessa mesma empresa. A parte intangível apresenta maior dificuldade para mensuração.

Dentro desse método, o modelo clássico de *goodwill* estabelece que o valor de uma empresa é determinado pela soma dos seus ativos líquidos (a valor de mercado ou a valor substancial) e do valor de seu *goodwill*. Para esse modelo, o *goodwill* é avaliado como um multiplicador da receita líquida da empresa. Neiva (1999) explica que, se o valor total da empresa excede a soma dos valores dos ativos avaliados separadamente, este excesso deve representar o valor de todos os fatores positivos que tornam a empresa mais valorizada (considerada como um todo) que a soma dos ativos específicos. Para tal, a fórmula que expressa o valor de uma empresa é dada da seguinte forma: $V = A + (n \times B)$ ou então por $V = A + (z \times F)$, onde “A” representa o valor dos ativos líquidos, “n” é um coeficiente multiplicador, “B” é a receita líquida, “z” é um percentual das receitas e “F” é a receita total. Müller e Teló (2003) afirmam que alguns estudiosos e profissionais utilizam uma variação dessa forma de cálculo, utilizando o fluxo de caixa líquido ao invés da receita líquida.

Existe também o modelo simplificado da União Européia, também é conhecido como *Abbreviated goodwill income method* e sua fórmula é determinada da seguinte forma: $V = A +$

$an (B - iA)$, onde “A” é o valor dos ativos líquidos atualizados ou o valor substancial líquido, “an” é o valor presente a uma taxa “t”, de “n” anuidade (com “n” entre 5 e 8 anos), “B” é o valor da receita líquida prevista para o ano ou a projeção para o ano seguinte, “i” é a taxa de juros obtida por uma aplicação alternativa, que podem ser debêntures, o retorno sobre o Patrimônio Líquido ou outro tipo de investimento. Na fórmula citada acima, a expressão $an (B - iA)$ é o que representa o *goodwill*. Nesse caso, ele é obtido por capitalização, pela aplicação do coeficiente an, que representa um superlucro igual à diferença entre a receita líquida e os investimentos dos ativos. (MÜLLER e TELÓ, 2003).

Já um outro modelo, o dos peritos contábeis europeus, ou UEC *method*, traz a seguinte fórmula $V = [A + (an \times B)] / (1 + ian)$. Conforme Müller e Teló (2003), para esse modelo, o valor total de uma empresa é igual ao valor dos ativos líquidos reavaliados (valor substancial) somado ao *goodwill*. O que diferencia esse modelo do anterior é que o Goodwill é calculado através do valor “V”, diferente do anterior, que era calculado através do valor dos ativos líquidos “A”.

3.1.4 Método baseado no fluxo de caixa descontado

No mercado acionário, um dos métodos mais difundidos e aplicados para a determinação do valor de uma empresa é o fluxo de caixa descontado. Os modelos do fluxo de caixa descontado partem da premissa de que o valor econômico de uma empresa é determinado pelos fluxos de caixa futuros da mesma, descontando o que é chamado de taxa de risco do fluxo. Damodaran (1997) sustenta que o valor de uma empresa é o valor presente de seus fluxos de caixa previstos ao longo de sua vida.

Müller e Teló (2003) afirmam que considera-se que os modelos de fluxo de caixa são conceitualmente perfeitos para avaliações de empresas. Neles, as empresas são vistas como geradoras de fluxo de caixa e seu valor é obtido pelo valor presente desses fluxos, considerando uma taxa de desconto. De acordo com os autores, são modelos que se baseiam em cuidadosas previsões, para cada período, de cada item financeiro relacionado com a geração de fluxos de caixa correspondentes às operações corporativas, como por exemplo, o valor das vendas, os gastos com pessoal, matérias-primas, custos e despesas administrativas e comerciais. Nesse contexto, Assaf Neto (2006) entende que uma empresa é avaliada por sua riqueza econômica expressa a valor presente, dimensionada pelos benefícios de caixa esperados no futuro e descontados por uma taxa de atratividade que reflete o custo de oportunidade dos vários provedores de capital”.

Dentre os modelos baseados no método de fluxo de caixa descontado, um deles, o fluxo de caixa livre, ou *free cash flow*, utiliza o próprio fluxo de caixa operacional da empresa, desconsiderando os empréstimos. Além disso, também considera o montante financeiro que vai estar disponível para investir em ativos e necessidades de capital de giro. Müller e Teló (2003) consideram que, para se calcular o fluxo de caixa livre futuro, deve-se prever a quantidade de caixa a ser recebida e os valores que devem ser pagos em cada período.

A contabilidade tradicional não possui essas informações diretamente em seus relatórios e demonstrativos, pois ela simplesmente faz as provisões das receitas, custos e despesas e, em muitos casos, utilizando mecanismos arbitrários. Com isso, a contabilidade distorce a percepção apropriada quando se calcula o fluxo de caixa, pois, para chegar ao valor da empresa, devem-se considerar como caixa os valores a pagar e a receber efetivos e não somente os provisionados, conforme definidos pela empresa ou regulamentados pela legislação. Assim, a contabilidade deve ser ajustada ou atualizada para atender ao cálculo do fluxo de caixa livre. Ao calcular o fluxo de caixa livre não se deve considerar o financiamento das operações da empresa e focar no resultado financeiro dos ativos da mesma após a tributação. Para Damodaran (1997), o fluxo de caixa livre é o fluxo de caixa gerado pelas operações da empresa, obtido após os impostos, e que se encontra disponível para os credores e os acionistas, devendo-se calculá-lo antes dos pagamentos das dívidas (principal + juros) e depois das variações nos investimentos em ativos permanentes e capital de giro. O Quadro 2 apresenta um modelo da estrutura de fluxos de caixa livre.

Quadro 2: Estrutura de fluxos de caixa livre da empresa

Estrutura de Fluxo de Caixa Livre da Empresa
Receita Líquida
(-) Custo dos produtos vendidos
(-) Despesas Operacionais (menos juros, depreciação, amortização e Exaustão)
(=) Lucro antes de Juros, Imposto de Renda, Depreciação, Amortização e Exaustão (EBTIDA)
(-) Depreciação, Amortização e Exaustão
(=) Lucro antes de juros e impostos (EBIT)
(x) 1- taxa de imposto
(=) Lucro Operacional Líquido menos Imposto Ajustado (NOPLAT)
(+) Depreciação e Amortização
(- +) Variação de Capital de giro
(-) Investimento
(=) Fluxo de Caixa Livre

Fonte: Adaptado de Damodaran (1997)

Conforme Holanda et al. (2007), é com o fluxo de caixa livre que se determina a capacidade de geração de caixa por meio das operações normais da empresa, independentemente de suas fontes de financiamento.

Outro método existente é o *Equity Cash Flow (ECF)*, ou fluxo de caixa do capital próprio. Müller e Teló (2003) afirmam que o fluxo de caixa ECF é calculado pela subtração dos juros e pagamentos feitos em cada período aos credores, líquidos de tributação, do fluxo de caixa livre, somado de novas provisões realizadas. Resumindo, é o fluxo de caixa remanescente na empresa após a cobertura dos investimentos em ativos fixos e necessidades de capital de giro, depois do pagamento de juros sobre financiamentos.

Dessa forma, presume-se que a empresa tenha um controle financeiro para cada período, onde o principal e os juros sobre financiamento são pagos em suas respectivas datas de vencimento, e o recebimento de novos recursos obtidos através de empréstimos ou financiamentos.

Já o método de *Capital Cash Flow (CCF)*, ou fluxo presente ajustado, é explicado por Müller e Teló (2003, p. 108) nos seguintes termos:

O CCF, que é o nome dado ao valor do fluxo de caixa do capital de terceiros somado ao fluxo de caixa do capital próprio ou patrimônio líquido. Pode-se dizer que o modelo é a soma do ECF com o custo do capital de terceiros deduzido da variação dos passivos. Considera-se, para a estrutura de capitais, capital de terceiros e capital próprio, valores de mercado dentro de um balanço econômico, e não o balanço tradicional apresentado pela contabilidade.

Cabe ressaltar que a literatura especializada traz outros métodos e modelos para avaliação de empresas, além dos que foram apresentados neste capítulo. No entanto, para fins específicos deste estudo, optou-se por trazer somente os anteriormente apresentados.

4. A AVALIAÇÃO DO VALOR DO ESCRITÓRIO DE CONTABILIDADE ÔMEGA

O escritório contábil Ômega iniciou suas atividades em 1985. Situado em Caxias do Sul, possui clientes da Região da Serra Gaúcha, e foi uma das empresas contábeis pioneiras na utilização da informática no processamento de dados dos clientes. Atualmente, destaca-se na prestação de serviços de consultoria empresarial para diversas empresas das mais variáveis atividades, bem como para pessoas físicas. O seu quadro funcional é composto por

aproximadamente 32 funcionários, para os quais a empresa investe constantemente na qualificação, viabilizando e promovendo o acesso a cursos de aperfeiçoamento e capacitação técnica, afim de oportunizar o crescimento da equipe e da própria empresa.

Conforme já comentado neste trabalho, uma avaliação econômica, ao contrário do que possa parecer, não é a fixação concreta de um preço ou valor específico para um bem, mas é uma tentativa de estabelecer, dentro de uma faixa um valor referencial de tendências, em torno do qual atuarão as forças de mercado. A metodologia do “*Discounted Cash Flow*” (Fluxo de Caixa Descontado – DFC) é internacionalmente reconhecida pelas principais instituições financeiras e consiste em projetar o potencial de geração de caixa de uma empresa, descontando-se uma taxa mínima de atratividade. Por este motivo, optou-se em utilizar este método para avaliar o escritório contábil Ômega.

Assim, para fazer o cálculo, inicialmente é necessário verificar as informações das contas de resultado dos últimos anos. O Quadro 3 apresenta a Demonstração de Resultados do Exercício do período de 2006 a 2009.

Quadro 3: Demonstração dos Resultados do Exercício, período 2006 a 2009

Demonstrativo dos exercícios (DRE)	2009	2008	2007	2006
Receita Bruta	1.074.024,90	831.230,97	712.575,30	673.377,25
(+) Venda de Serviços	1.074.024,90	831.230,97	712.575,30	673.377,25
(-) Deduções	93.044,99	31.573,30	27.178,99	25.708,67
(-) Impostos s/serviços	93.044,99	31.573,30	27.178,99	25.708,67
(-) Simples	91.706,51	-	-	-
(-) Iss	1.338,48	1.233,36	1.170,00	1.130,40
(-) Pis	-	5.403,01	4.631,73	4.376,95
(-) Cofins	-	24.936,93	21.377,26	20.201,32
Receita Líquida	980.979,91	799.657,67	685.396,31	647.668,58
(-) Custo dos Serviços Prestados	561.450,71	369.413,67	363.753,71	387.728,33
Lucro Bruto	419.529,20	430.244,00	321.642,60	259.940,25
(-) Despesas Gerais	21.172,41	17.111,57	10.867,40	23.303,54
(+/-) Outras	-	-	-	-
EBITDA	398.356,79	413.132,43	310.775,20	236.636,71
(-) Depreciação/Amortização	52.441,84	29.272,46	23.294,97	19.467,37
EBIT	345.914,95	383.859,97	287.480,23	217.169,34
(+) Receitas Financeiras	329,80	284,21	78,66	93,94
(-) Despesas Financeiras	8.149,61	11.275,63	8.644,33	11.891,44
(-) Despesas Tributárias	276,24	76,05	5.351,00	7.525,13
Lucro Operacional / Antes dos Impostos	337.818,90	372.792,50	273.563,56	197.846,71
(-) IRPJ / CSLL		66.447,76	55.130,65	51.715,37
(-) Lucros Distribuídos	285.000,00	280.000,00	200.000,00	106.000,00
Lucro Líquido	52.818,90	26.344,74	18.432,91	40.131,34
Aumento em % da Receita Bruta	29,21	16,65	5,82	
Media de Aumento da Receita Bruta	17,23%			

Fonte: Registros contábeis do escritório contábil Ômega

Partindo das informações das DRE's de 2006 a 2009 da empresa em estudo e de seus registros, conforme Quadro 4, encontra-se uma média de 17,23% de aumento da receita bruta. Encontrando essa média, efetuou-se a projeção do DRE e do fluxo de caixa para os 5 (cinco) anos seguintes, período de 2010 a 2014, conforme Quadro 4.

Quadro 4: DRE e Fluxo de Caixa Projetados períodos 2010 a 2014

Dados do ano base		2009				
% de aumento Receita/Custo e Despesa		17,23%				
Variação do Capital de Giro		8,00%				
Percentual do Simples Conforme tabela		2010	2011	2012	2013	2014
		8,51%	10,20%	10,48%	11,98%	12,42%
DEMONSTRATIVO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO PROJETADO						
Valores Monetários	2010	2011	2012	2013	2014	
Receita Bruta	1.259.049,82	1.475.949,45	1.730.214,91	2.028.283,31	2.377.700,69	
(-) Deduções	107.145,14	150.546,84	181.326,52	242.988,34	295.310,43	
Receita Líquida	1.151.904,68	1.325.402,61	1.548.888,39	1.785.294,97	2.082.390,26	
(-) Custos dos Serviços Prestados	658.173,21	771.558,34	904.476,60	1.060.293,02	1.242.952,32	
Lucro Bruto	493.731,47	553.844,27	644.411,79	725.001,95	839.437,94	
(-) Despesas Gerais	24.819,83	29.095,61	34.107,98	39.983,85	46.871,96	
EBITDA	468.911,64	524.748,66	610.303,81	685.018,10	792.565,98	
(-) Depreciação/Amortização	61.476,13	61.474,95	61.473,78	61.472,61	61.471,44	
EBIT	407.435,51	463.273,71	548.830,03	623.545,49	731.094,55	
(+) Receitas Financeiras	386,62	453,22	531,30	622,82	730,12	
(-) Despesas Financeiras	9.553,56	11.199,38	13.128,72	15.390,44	18.041,79	
(-) Despesas Tributárias	323,83	379,62	445,01	521,68	611,55	
Lucro Operacional / Antes dos Impostos	397.944,74	452.147,93	535.787,59	608.256,20	713.171,33	
(-) Lucros Distribuídos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Lucro Líquido	397.944,74	452.147,93	535.787,59	608.256,20	713.171,33	
FLUXO DE CAIXA PROJETADO						
Fluxo de Caixa	2010	2011	2012	2013	2014	
EBIT	407.435,51	463.273,71	548.830,03	623.545,49	731.094,55	
(-) Imposto sobre EBIT	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
(=) NOPAT	407.435,51	463.273,71	548.830,03	623.545,49	731.094,55	
Depreciação	61.476,13	61.474,95	61.473,78	61.472,61	61.471,44	
Fluxo De Caixa Bruto	468.911,64	524.748,66	610.303,81	685.018,10	792.565,98	
(+/-) Variação de CG	100.723,99	118.075,96	138.417,19	162.262,66	190.216,05	
(-) Investimento de Imobilizado	61.476,13	61.474,95	61.473,78	61.472,61	61.471,44	
Investimento Bruto	162.200,11	179.550,91	199.890,97	223.735,27	251.687,49	
Fluxo de Caixa Livre	306.711,53	345.197,75	410.412,83	461.282,83	540.878,49	

Fonte: Adaptado de Damodaran (1997), com dados da empresa Ômega

Utilizou-se o mesmo percentual para o aumento das demais movimentações da DRE para as receitas, despesas e custos, com exceção do imposto Simples Nacional, o qual foi calculado com base na tabela de alíquotas das empresas prestadoras de serviços contábeis. Já para o Capital de Giro foi aplicado um percentual de 8% (variação de 2009 para 2010) sobre a receita bruta de cada ano projetado, chegando a um fluxo de caixa livre.

Com os valores encontrados do fluxo de caixa livre, aplicou-se a taxa TMA (Taxa Mínima de Atratividade) de 12% ao ano para se chegar ao valor presente, ano a ano. Calculou-se, então, a perpetuidade da empresa, estimando que a mesma não termine nesses 5 cinco anos projetados. Conforme especialistas consultados, que atuam na área de avaliação de empresas, o crescimento calculado é de aproximadamente 1,50% ao ano. O valor da perpetuidade do fluxo de caixa livre foi obtido pelo valor do fluxo de caixa livre projetado do último ano projetado (2014), que é de R\$ 540.878,49, dividido pelo percentual resultante da TMA de 12%, menos a taxa de 1,50% referente à perpetuidade. O valor de perpetuidade presente foi calculado com base no valor da perpetuidade do fluxo de caixa livre, que é de R\$ 5.151.223,72, trazendo a valor presente a uma taxa de 12% ao ano. O valor econômico da empresa em estudo foi obtido através da soma do valor presente dos anos que compõe o período de 2010 a 2014, acrescido da perpetuidade do

valor presente, resultando em um total de R\$ 4.364.168,10, conforme é apresentado no Quadro 5.

Quadro 5: Valor Econômico da Empresa

VALOR ECONÔMICO DA EMPRESA		
Perpetuidade		1,50%
TMA		12%
Ano	Fluxo de Caixa Livre	Valor Presente
2010	306.711,53	273.849,58
2011	345.197,75	275.189,53
2012	410.412,83	292.123,75
2013	461.282,83	293.153,58
2014	540.878,49	306.908,98
Perpetuidade	5.151.223,72	2.922.942,68
Valor Econômico		4.364.168,10

Fonte: Os autores, com base nas informações da empresa Ômega

O valor econômico financeiro da empresa, conforme apresentado no Quadro 6, foi obtido através do valor econômico encontrado, menos as dívidas, que são representadas, nesse caso, por financiamentos a curto prazo. A este valor somam-se as disponibilidades, representados pelo caixa e bancos, chegando ao valor da empresa de R\$ 4.296.024,78.

Quadro 6: Valor Econômico Financeiro da Empresa

VALOR ECONÔMICO FINANCEIRO	
Valor Econômico	4.364.168,10
(-/+) Dívida	(112.080,62)
(+/-) Disponibilidades	43.937,30
(=) valor econômico financeiro	4.296.024,78

Fonte: Os autores, com base nas informações da empresa Ômega

5. CONCLUSÃO

A avaliação de empresas continua sendo um assunto complexo, não sendo possível estabelecer uma metodologia única ou um roteiro padrão para sua execução. Para atingir o objetivo deste trabalho, buscou-se, entre os métodos apresentados, apresentar uma metodologia para avaliar uma empresa prestadora de serviços contábeis.

Nesse trabalho, optou-se em utilizar o método de fluxo de caixa descontado por ser uma das metodologias mais difundidas e aplicadas para determinação do valor de uma empresa, conforme Müller e Teló (2003). Uma empresa, diferentemente de seus planos e projetos, espera-se que tenha uma vida infinita e, portanto, continue a operar por períodos mais longos do que os projetados nos fluxos de caixa.

Para aplicação do método de fluxo de caixa descontado na empresa em estudo, as projeções foram baseadas nas DRE's dos anos de 2006 a 2009, pois a empresa já tinha um crescimento gradativo em seus resultados. A partir desses valores é que se projetaram as DRE's e o fluxo de caixa dos demais anos (2010 a 2014), demonstrando, através dos cálculos de projeção, a excelente perspectiva de crescimento da empresa. Após essas avaliações, calculou-se o valor presente e a perpetuidade da empresa com base nos percentuais da TMA de 12% e da perpetuidade de 1,50%. Do valor encontrado, foram diminuídas as dívidas e somadas as disponibilidades, para chegar a um valor econômico/financeiro da empresa, o qual, teoricamente, representa o valor de mercado da mesma.

A título de sugestão para futuros estudos, pode-se desenvolver estudos calculando o valor da empresa através de outros métodos, ou ainda para outras atividades, como por exemplo, para empresas industriais e comerciais. Outra sugestão de pesquisa é fazer um estudo comparativo

entre os diversos métodos e modelos, para verificar o que melhor reflete a realidade do valor da empresa.

1. ASSAF NETO, Alexandre. *Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico financeiro*. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
2. ASSUNÇÃO, A. B. de Albuquerque; SILVA, Geiza Sousa; SILVA, Neuza de Lima R.M; LIMA, Clenilson S.Felinto. *Ativo Intangível: Goodwill ou Capital Intelectual*. Anais do 2º Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade (Fipecafi USP). São Paulo, 2005.
3. DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de investimentos*. São Paulo: Qualitymark Editora, 1997.
4. FALCINI, Primo. *Avaliação Econômica de empresas*. São Paulo: Atlas, 1995.
5. FERNÁNDEZ, Pablo. *Company valuation methods. The most common errors in valuation*. PricewaterhouseCoopers Professor of Corporate Finance. Madrid. IESE Business School, 2001.
6. GIL, Antonio Carlos. *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.
7. GOULART, Marselle. *Como encontrar o valor de uma empresa: um enfoque teórico sobre os métodos de avaliação*. Revista do Conselho Regional de Contabilidade do Rio Grande do Sul. Outubro de 1999.
8. HELFERT, Erich A. *Técnicas de Análise Financeira*. Porto Alegre: Bookman, 2000.
9. HOLANDA, Fernanda M. de Almeida; ALBUQUERQUE, Lúcia Silva; CARVALHO, José R. Marques; CAVALCANTE, Paulo Roberto Nóbrega. *Avaliação de empresas: uma abordagem das diversas metodologias*. Rev. Ciênc. Admin., Fortaleza, v. 13, n. 1, p. 100-109, ago. 2007.
10. LOPES DE SÁ, Antônio. *Virtudes e defeitos do novo Código Civil de 2002*. SESCAP Informa, Curitiba, v. 5, n. 98, p.6-7, dez. 2002.
11. MARION, José Carlos. *Reflexões sobre Ativo Intangível*. Disponível em: <http://www.marion.pro.br/portal/modules/wfdownloads/visit.php?cid=2&lid=7> Acesso: 11.04.2011.
12. MARTINEZ, Antônio Lopo. *Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação dos negócios*. Anais do 23º Encontro da ANPAD. Foz do Iguaçu, 1999.
13. MARTINS, Eliseu. *Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica*. São Paulo: Atlas, 2001.
14. MATTAR, Fauze Najib. *Pesquisa de marketing: metodologia, planejamento, execução e análise*. São Paulo: Altas, 1997.
15. MENDOZA, Barry Cuellar. *Gestão do valor nas empresas num contexto de risco: estudo de caso de uma empresa do setor não cíclico de alimentos Bovespa*. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo (Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade). São Paulo: 2008.
16. MÜLLER, Aderbal Nicolas; TELÓ, Admir Roque. *2003 Modelos de avaliação de empresas*. Rev. FAE, Curitiba, v.6, n.2, p.97-112, maio/dez. 2003
17. NEIVA, Raimundo A. *Valor de mercado da empresa*. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1999.
18. PEREZ, Marcelo Monteiro; FAMÁ, Rubens. *Avaliação de empresas e apuração de Haveres em Processos Judiciais: uma análise segundo a teoria de finanças*. Disponível em <<http://www.ead.fea.usp.br/Semead/6semead/finan%E7as/005Fin%20-%20Avalia%E7ao%20Apura%E7ao%20Processos.doc>> . Acesso em 15 ago. 2010.
19. RODRIGUES, J. Antonio, MENDES, Gilmar M. *Governança Corporativa – Estratégia para Geração de Valor*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2004.
20. SANTOS, José Odálio dos Santos. *Avaliação de empresas cálculo e interpretação do valor das empresas: um guia prático*. São Paulo: Saraiva, 2005.
21. SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José Luiz dos. *Avaliação de ativos intangíveis*. São Paulo: Atlas, 2002.