

Avaliação de empresas fechadas: aspectos da determinação do valor da participação societária em estabelecimento hoteleiro

Nivaldo João dos Santos (PPGEP/UFSC)
Antonio Cezar Bornia (PPGEP/UFSC)

Resumo

Este artigo trata da avaliação de participação societária de sócio que se retira de empresa de capital fechado, através da apresentação de estudo de caso em empreendimento do ramo da hotelaria, estabelecido na região sul do Brasil. No processo avaliatório foi adotada a abordagem da renda, com utilização da metodologia do fluxo de caixa descontado. Os sócios colaboraram sobremaneira com a avaliação, na medida em que estabeleceram em consenso a taxa de desconto, o horizonte de projeção e as taxas de crescimento das receitas. A valorização imobiliária, ausente em avaliação de empresas de outros ramos, foi considerada no presente caso, em virtude do substancial aumento dos preços dos imóveis da região em períodos passados. Ficou constatado que o Hotel Alfa possui goodwill e tal valor foi devidamente considerado no cálculo da indenização da participação societária do sócio retirante.

Palavras chaves: Avaliação de empresas; Goodwill; Apuração de haveres.

1. Introdução

A avaliação de participações no capital de sociedades empresárias fechadas de pequeno e médio porte é um processo que se desenvolve com frequência no mundo dos negócios, mas é cercado de reservas e sigilos, gerando escassez de informações desta natureza. Para este tipo de sociedade não existe norma legal que obrigue a publicação de demonstrações contábeis ou que faça exigência de divulgação de transações envolvendo transferências e aquisição de participações societárias.

A maioria dos relatos de abordagens e procedimentos utilizados nestes processos avaliatórios é compartilhada a partir de testemunhos de consultores e de empregados que participaram dos trabalhos, às vezes afetados com uma visão particular.

Não obstante o desafio para resgatar informações sobre as técnicas predominantes no encargo da avaliação, a literatura faz destaque à necessidade de mensuração dos atributos intangíveis criados a longo da existência da empresa, vistos como sinergias e vantagens impulsionadoras da geração de lucros, tidas como indissociáveis dos ativos corpóreos (RABIANSKI, 1996).

Nas empresas fechadas a apuração do valor do lote de ações ou das quotas societárias acontece, dentre outros motivos, por venda e por exclusão do sócio ou acionista do quadro societário. Damodaran (2007, p.15) afirma que avaliações também acontecem para subsidiar processos de aquisição, para tomada de decisões corporativas e, em maior quantidade, por razões legais ou tributárias. Sobre razões de avaliação de participações societárias Reilly e Reilly (2009) enumeram motivos: a transferência de propriedade, resolução de litígios, falências e recuperação judicial, informações gerenciais, obtenção de financiamento e oportunidades de comercialização, dentre outras.

A forma como são selecionadas e tratadas as informações, os desafios e facilidades para localizar dados setoriais compatíveis com o porte das empresas são focos de muito interesse, na medida em há forte demanda por ferramentas gerencias e modelos financeiros adequados a empresas de médio e pequeno porte.

O objetivo deste artigo é contribuir para a metodologia da avaliação econômica de empresas fechadas de médio e pequeno porte, através do estudo de caso da valoração da participação societária de sócio que se retira de estabelecimento do ramo hoteleiro. As discussões apresentadas estão relacionadas com empresas em continuidade e a abordagem adotada para avaliação é a da renda, com uso do método do fluxo de caixa descontado.

2. Valor econômico da empresa

As sociedades empresárias são vistas como investimento do qual se espera justa remuneração dos esforços e do capital aplicado. Uma empresa em operação ou em continuidade também é interpretada como um investimento que possui duas dimensões de geração de benefícios e rendimentos para os seus titulares: a riqueza existente e a por vir (ORNELAS, 2003).

Para efeitos do presente artigo, denomina-se de valor econômico da empresa o potencial de geração de lucros e o conjunto de elementos materiais e imateriais, próprios da sociedade empresária, após terem sido mensurados pelos métodos de avaliação adequados.

3. Abordagens de avaliação de empresas

Para Rabianski (1996) a avaliação de uma empresa em continuidade (*going-concern value*) incorpora o valor dos imóveis, máquinas e equipamentos, capital de giro e todos os outros ativos que se encontram operando e tomam parte do negócio estabelecido. Clark e Knight (2002) asseguram que uma empresa não pode ser avaliada somente pelos imóveis e instalações utilizados em suas operações, porque não estaria sendo considerado o valor do negócio empresarial. Neste sentido, deve incluir também o excesso de valor como resultado de ganhos de capacidade em uma completa e bem administrada entidade em operação.

Harris (1997) afirma que diversas são as abordagens de avaliação de sociedades em continuidade ou em marcha, cada qual com metodologias próprias e aplicáveis a situações específicas, naturalmente com suas limitações, tais como:

- a) abordagens que se baseiam no valor dos ativos:
 - Avaliação com base no valor patrimonial;
 - Avaliação com base no valor patrimonial ajustado;
 - Avaliação com base no valor de liquidação; e
 - Avaliação com base no valor de reposição.
- b) abordagens que se baseiam no valor da renda:
 - Avaliação com base no valor do fluxo de caixa descontado; e
 - Avaliação com base no valor dos dividendos.
- c) abordagem com base em transações comparáveis;
- d) abordagem com base em opções de preços; e
- e) abordagem com base no justo valor de mercado.

3.1 O método do fluxo de caixa descontado

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

Quadro 1 - Elementos do fluxo de caixa livre

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

Fonte: Adaptado de Damodaran (2007).

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

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

Onde: FCD = Fluxo de caixa descontado
 FCL = Fluxo de caixa livre
 WACC = *Weighted average cost of capital*
 t = Período

3.2 Taxa de desconto e risco

Para aplicação do método do FCD há de ser definida uma taxa de desconto. Uma das possibilidades é a adoção do custo médio ponderado do capital (*Weighted Average Cost of Capital - WACC*), conforme descrito por Ross et al. (1995), que consiste no resultado de uma média ponderada dos custos de capital próprio e de terceiros.

Para Hawkins (2002) a taxa de capitalização (taxa de desconto) também reflete outras considerações, por exemplo: a taxa de juros obtida mediante investimentos alternativos, tais como obrigações de empresas e governo e as taxas de capitalização de outras reservas; a projeção da economia como um todo e a qualidade destas relações. Em complemento, afirma que a definição da taxa de capitalização adequada é muito subjetiva, pois envolve também a disposição do investidor para suportar esse risco, considerando a sua situação financeira e sua atitude em relação às conseqüências do risco. Para Copeland *et al.*, (1994) a abordagem da renda é a que melhor reflete o comportamento do investidor avesso a risco.

4. Elementos do valor econômico da empresa

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

Quadro 3 - Elementos do valor econômico

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

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

5. O caso do Hotel Alfa

Esta parte do trabalho apresenta o processo de avaliação das quotas de capital em uma empresa do ramo hoteleiro. A Empresa é uma sociedade de capital fechado, constituída há 18 anos, com um único hotel de 150 apartamentos, situado no litoral sul do Brasil. Para efeitos fiscais o empreendimento é considerado empresa de pequeno porte. A empresa é caracterizada como uma sociedade familiar, pois seus cotistas possuem laços de parentescos.

Segundo Giannotti, Mattarocci e Spinelli (2010), a indústria hoteleira apresenta uma grande heterogeneidade dos serviços oferecidos. Ao mesmo tempo em que esta flexibilidade é o fator que possibilita satisfazer clientes das mais diferentes classes sociais, obviamente isto se aplica também na prática de diferentes políticas de preços do serviço. As características levadas em conta na classificação geral do setor se referem basicamente a: qualidade do serviço, classe e tipologia dos clientes atendidos.

No momento o Hotel Alfa se encontra em fase de dissolução parcial do quadro societário, de forma amigável e fora da esfera judicial. O membro que se retira possui 25% do capital e requereu os valores a que tem direito, a serem levantados em balanço patrimonial especial para este fim, com a verificação de existência e mensuração de *goodwill*. No âmbito do judiciário este processo é denominado de apuração de haveres de sócio

Para realizar a tarefa duas abordagens de avaliação foram adotadas: a abordagem dos ativos, na qual se examina o valor de mercado e de reposição dos elementos patrimoniais, conforme explica Robert (2006); e a abordagem da renda, onde o foco principal é o potencial de lucros do negócio, mensurado pelo método fluxo de caixa descontado (LUEHRMAN, 2006). As abordagens foram definidas por consenso entre os sócios, considerando a precisão e a disponibilidade de informações na firma (DUNSE; HUTCHISON, 2004).

A hipótese de realizar também uma avaliação usando a abordagem das transações comparáveis, através de múltiplos, conforme descritos por Harris (1997) e Luehrman (2006), foi descartada em virtude da indisponibilidade de informações de avaliação de empresas do mesmo ramo e porte. Ressalta-se que informações contábeis e financeiras de empresas de capital fechado não são disponibilizadas voluntariamente. Pesquisas acadêmicas encontram severas limitações para coleta de dados, fato que torna o segmento ocupado por pequenas e médias empresas pouco conhecido, em qualquer ramo, no que se refere ao desempenho econômico-financeiro.

A formalização do pedido de saída da sociedade se deu em reunião dos sócios, quando foi definida a data-base da avaliação. O Hotel Alfa apresentou a posição de bens, direitos e obrigações demonstrada no balanço patrimonial, conforme a Tabela 1.

Tabela 1- Balanço patrimonial – Hotel Alfa

Hotel Alfa			
Balanço patrimonial – na data-base			
Ativo	\$ Mil	Passivo	\$ Mil
Ativo circulante	361,7	Passivo circulante	38,0
Disponibilidades	198,9	Obrigações Fiscais	9,0
Clientes a receber	108,5	Obrigações Sociais	29,0
Adiantamentos a empregados	54,3	Patrimônio líquido	11.643,8
Ativo não circulante	11.320,1	Situação Líquida	11.643,8
Investimentos	2.209,0		
Lojas e sobrelojas	2.209,0		
Imobilizado	9.111,1		
Terrenos e edificações - Hotel	7.051,7		
Vagas de garagem	1.224,0		
Móveis e utensílios	770,4		
Veículos	65,0		
Total do ativo	11.681,80	Total do passivo	11.681,80

Os elementos patrimoniais apresentados na Tabela 1 foram revisados e ajustados, especificamente os créditos a receber e as dívidas. Os bens imóveis foram avaliados a valor de mercado e os demais itens do imobilizado mensurados ao custo de reposição, depreciados em conformidade com o estado de conservação e a estimativa de vida útil remanescente (ROBERT, 2006).

No Quadro 5 são apresentadas informações e definições imprescindíveis para realizar o cálculo do fluxo de caixa descontado. A partir dos registros contábeis foram obtidos valores de depreciação dos bens e a necessidade de capital de giro. O horizonte de projeção, a taxa de desconto e o valor dos gastos com ampliação ou reposição de ativos (*capital expenditure*), conforme preconiza Damodaran (2007), foram estabelecidos em consenso entre os sócios remanescentes. Em função da estrutura dos elementos patrimoniais circulantes, não foi identificada necessidade de aumento de capital de giro.

Quadro 5 - Informações para cálculo do fluxo de caixa descontado

Especificação	Dados
Imposto de renda	15%, com adicional de 10%
Contribuição social sobre o lucro líquido	9%
Base de tributação do imposto de renda	Lucro Real
Depreciação / amortização alocadas ao custo e despesas	\$ 288,6 Mil
Crescimento das vendas nos próximos anos	Ano 1, 10%; Ano2, 20%; Ano 3, 20%; Ano 4 a 25, 0%.
Horizonte de projeção	25 anos
Necessidade de reposição e ampliação de ativos/ano	\$ 262,4 Mil
Necessidade de capital de giro	-
Taxa de desconto	13,5% a.a.

Para definir o horizonte de projeção os sócios se basearam na expectativa de desatualização das instalações do hotel e também consideraram as possibilidades de alta valorização do imóvel, o que poderia direcionar a propriedade para a atividade imobiliária. A taxa de desconto está justificada no item 5.2, adiante.

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

Segundo Dunse e Hutchison. (2004), a metodologia do FCD se baseia na análise das receitas, custos e despesas, com projeção dos negócios a longo prazo, a qual fornece aos interessados mais detalhes e informações em relação à rentabilidade futura. As receitas foram estimadas a partir do desempenho de períodos anteriores, conforme prevê Modica (2006) e Hawkins (2002), sendo estabelecido um valor de referência para aplicação dos percentuais de crescimento prospectados pelos sócios.

Os custos e as despesas foram examinados para fins de identificação e ajuste de gastos não recorrentes ou extraordinários. A remuneração dos sócios e dos familiares-empregados foi ajustada para salários de mercado pagos a profissionais equivalentes. Diante disto, a posição das receitas, custos e despesas anuais foi ajustada e projetada, revelando os valores de EBIT futuros, conforme especificado na Tabela 2.

Tabela 2 – Valores de EBIT projetados

Contas de resultado	Projeções (\$ Mil)		
	Ano 1	Ano 2	Ano 3 a 25
Receita bruta	2.900,5	3.480,6	4.176,7
(-)Deduções à receita	(36,1)	(43,3)	(52,0)
Receita líquida	2.864,4	3.437,3	4.124,7
(-) Custo e despesas	(1.619,4)	(1.845,9)	(2.116,1)
Resultado antes dos impostos sobre o lucro (EBIT)	1.245,0	1.591,4	2.008,7

Como a empresa não possui encargos financeiros sobre dívidas, o valor do EBIT é igual à base de cálculo dos impostos sobre o lucro (imposto de renda e contribuição social sobre o lucro).

5.2 Taxa de desconto e risco do Hotel Alfa

Em virtude de não possuir dívidas onerosas, a taxa de desconto contemplou somente aspectos da remuneração do capital próprio. Foi definida a partir do percentual de rendimento do Certificado de Depósitos Interbancário (CDI), ofertado por banco de primeira linha, livre de imposto de renda. O percentual encontrado foi aumentado em 50%, representando a recompensa pelo risco do negócio, também acordado entre os sócios. Acerca de cálculo de custo de capital em empresas de capital fechado, Tomazoni e Menezes (2002) concluíram ser mais questionável adotar dados de outros mercados, mesmo utilizando técnicas estatísticas mais sofisticadas para incluir o risco Brasil.

5.3 Cálculo do fluxo de caixa livre descontado (FCD) do Hotel Alfa

A partir dos valores e das informações anteriormente apresentadas foi possível determinar o fluxo de caixa livre dos períodos projetados, conforme apresentado na Tabela 3 abaixo.

Tabela 3 - Fluxo de caixa livre – Hotel Alfa

Elementos	Projeções (\$ Mil)		
	Ano 1	Ano 2	Ano 3 a 25
Resultado antes dos impostos sobre o lucro (EBIT)	1.245,0	1.591,4	2.008,7
(-) Imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido	(399,3)	(517,1)	(658,9)
(+) Depreciação	288,6	288,6	288,6
(-) Reposição e ampliação de ativos (<i>capital expenditure</i>)	(262,4)	(262,4)	(262,4)
(-) Necessidade de capital de giro	-	-	-
Fluxo de caixa livre	871,9	1.100,5	1.376,0

O fluxo de caixa livre apresentado na Tabela 3 revela aspectos do potencial de lucros futuros, com base nas projeções pelo período de 25 anos, com evolução não uniforme. Para compor o valor econômico da empresa a valor presente, na data-base, o fluxo de caixa livre dos períodos foi descontado à taxa 13,5% ao ano, calculada da seguinte forma:

$$FCD = \frac{FCL_1}{(1+i)^1} + \frac{FCL_2}{(1+i)^2} + \left(\frac{FCL_3}{(1+i)^2} \times \frac{(1+i)^{23} - 1}{i(1+i)^{23}} \right) \quad (2)$$

$$FCD = \frac{871,9}{(1+0,135)^1} + \frac{1.100,5}{(1+0,135)^2} + \left(\frac{1.376,0}{(1+0,135)^2} \times \frac{(1+0,135)^{23} - 1}{0,135(1+0,135)^{23}} \right) \quad (3)$$

$$FCD = 768,2 + 854,3 + 7.481,9$$

$$FCD = 9.104,4$$

Onde: FCD = Fluxo de caixa descontado
FCL = Fluxo de caixa livre do período
i = Taxa de desconto

O valor encontrado para o fluxo de caixa descontado (FCD) foi de \$ 9.104,4 mil. Com esta informação, o passo seguinte consistiu em compor o valor econômico da empresa ou negócio.

5.4 Cálculo do valor econômico do Hotel Alfa

Em conformidade com a discussão apresentada na parte da revisão conceitual, o valor econômico de uma

empresa é composto pelo fluxo de caixa descontado (FCD) e pelos elementos patrimoniais avaliados na data-base, com adição do valor salvado ou terminal dos bens geradores de receita operacional, conforme discriminado na Tabela 4 apresentada a seguir.

Foi estabelecido que o valor residual ou terminal dos elementos do ativo imobilizado, exceto imóveis, seria aquele encontrado na data-base, todavia calculado o seu valor presente, considerando sua disponibilidade para venda (em tese) no final do período de projeção. Tal decisão se baseou nos investimentos destacados para reposição ou ampliação (*capital expenditure*) dos referidos bens.

Ficou convencionado, também, que o valor terminal dos imóveis seria o valor da avaliação na data-base, com incremento da valorização imobiliária de 5%, sendo calculado o seu valor presente no fim do período de projeção. Com base nestas diretrizes foram calculados os valores presentes, com utilização da taxa de desconto de 13,5% ao ano, a mesma adotada no cálculo do FCD, na forma a seguir.

$$VRAI = \frac{AI_p}{(1+i-g)^{25}} + \frac{AI_o}{(1+i)^{25}} \quad (4)$$

$$VRAI = \frac{8.275,7}{(1+0,135-0,05)^{25}} + \frac{835,4}{(1+0,135)^{25}} \quad (5)$$

$$VRAI = 1.076,6 + 35,2$$

$$VRAI = 1.111,8$$

Onde: VRAI = Valor residual do ativo imobilizado
 AI_p = Valor do ativo imobilizado na data-base – Imóveis
 AI_o = Valor do ativo imobilizado na data-base – Outros
 i = Taxa de desconto
 g = Taxa de valorização imobiliária

O resultado do cálculo do valor residual do ativo imobilizado apontou a importância de \$ 1.111,8, completando, assim, os elementos da composição do valor econômico do Hotel Alfa, conforme apresentado na Tabela 4, a seguir.

Tabela 4 - Cálculo do valor econômico – Hotel Alfa

Elementos	\$ (Mil)
Fluxo de caixa livre descontado	9.104,4
Ativos operacionais (exceto imobilizado):	
- Caixa e equivalentes de caixa	198,9
- Créditos e direitos a receber	162,8
Ativo imobilizado - valor residual	1.111,8
Ativos não operacionais	2.209,0
Valor econômico da empresa	12.786,9

O valor econômico da empresa ou negócio, no total de \$ 12.786,9 mil, apresentado da Tabela 4, representa o potencial de geração de caixa, adicionado do valor residual dos ativos empregados na geração de receita operacional.

A consideração dos ativos de giro como parte do valor econômico da empresa se justifica porque são elementos de elevada probabilidade de liquidez e o seu volume está relacionado com a estratégia e o estilo de gerenciamento do negócio, em particular. Além disso, nas disputas judiciais envolvendo apuração de haveres de sócio a jurisprudência exige que sejam considerados todos os elementos patrimoniais e reduzido do valor apurado o montante das dívidas e obrigações de qualquer natureza, inclusive os passivos circulantes.

5.5. Cálculo do *goodwill* do Hotel Alfa

A Tabela 5 apresenta a confrontação do valor econômico da empresa com o valor dos ativos avaliados na data-base, conforme orienta Dunse e Hutchison (2004), tendo como resultado o valor de *goodwill* do negócio.

Tabela 5 – Cálculo do *goodwill* – Hotel Alfa

Elementos	\$
Valor econômico da empresa	12.786,9
Total do ativo ajustado	11.681,7
Goodwill	1.105,2

No caso em tela a diferença encontrada foi positiva em \$ 1.105,2, evidenciando que no caso do Hotel Alfa o *goodwill* empresarial possui expressão monetária. Este valor representa as vantagens e sinergias criadas pelo negócio em marcha, tais como: boa reputação do estabelecimento, localização privilegiada e bom atendimento (HENNING; SHAW; STOCK, 2004).

5.6 Novo valor das quotas de capital do Hotel Alfa

Para determinar o valor da nova situação líquida da empresa foi adicionado ao total do ativo o valor do *goodwill* empresarial e deduzida a importância de \$ 38 mil, referente às dívidas e obrigações. Esta soma resultou na importância de \$ 12.748,9 mil, que se constituiu no novo valor da situação líquida ou patrimônio líquido da empresa para fins de determinação do valor da quota de capital do sócio retirante, conforme apresentado na Tabela 6 a seguir.

Tabela 6 - Nova situação líquida – Hotel Alfa

Elementos	\$ Mil
Total do ativo ajustado	11.681,7
Mais: <i>Goodwill</i>	1.105,2
Igual: Novo valor do ativo	12.786,9
Menos: Dívidas e obrigações	(38,0)
Igual: Nova situação líquida	12.748,9

Considerando a participação de 25% no capital social, o sócio retirante passa a ser credor perante a empresa na importância de \$ 3.187,20 mil, haja vista não haver outros valores a restituir.

6. Conclusão

Este trabalho procurou demonstrar o processo de avaliação de quotas de capital em estabelecimento que explora a atividade hoteleira, por motivo de retirada de sócio. Foram adotadas duas conhecidas técnicas de avaliação: abordagem dos ativos e abordagem da renda. O ponto de destaque é que o trabalho foi substancialmente facilitado pelas definições e critérios consensados pelos sócios.

A definição da taxa de desconto a partir da expectativa de remuneração do capital próprio foi uma alternativa de natureza prática válida, na medida em que metodologias clássicas como o WACC e o CAPM dependem de um sistema de informações bem estruturado, mas dificilmente é disponibilizado no segmento de empresas em apreço.

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

A consideração de uma taxa de valorização imobiliária no cálculo do valor residual do estabelecimento hoteleiro

Novembro de 2010, Santiago, Chile

foi providência acertada, em virtude da constatação de que o aumento de valor dos imóveis da região do Hotel Alfa foi superior ao rendimento real em investimento de baixo risco. Recomenda-se novos estudos no sentido de verificar a pertinência da inclusão desta variável quando da avaliação de negócios de hotelaria de uma forma geral, quando for adotado o método do fluxo de caixa descontado.

Em virtude da escassez de informações sobre transações de participações em empresas de capital fechado, a avaliação das quotas de capital tende a adotar procedimentos mais simplificados, mas consensados entre sócios, quando possível. Neste sentido, o processo de avaliação adotado para o Hotel Alfa se apresenta como uma contribuição ao esforço de produzir uma metodologia de avaliação mais próxima da realidade das pequenas e médias empresas.

Referências

- CLARK, S.R., KNIGHT, J.R. 2002. Business Enterprise Value In Special Purpose Properties. *The Appraisal Journal*. Chicago. v.70, n.1, p.53-59.
- COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J. 2002. Avaliação de Empresas – valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas. 3ª ed. São Paulo: Makron Books.
- DAMODARAN, A. 2007. Avaliação de empresas. 2ª ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall.
- DUNSE, N.A., HUTCHISON, N.E. 2004. Trade-related valuations and the treatment of goodwill. *Journal of Property Investment & Finance*. Bradford. v.22, n.3, p.236-258.
- GIANNOTTI, C., MATTAROCCHI, G., SPINELLI L. 2010. The relative importance of sector and regional factors in the hotel industry: evidence from the Italian market, *Journal of Property Investment & Finance*, v.28, n.3, Bradford. p.162-180.
- HARRIS, R.S. 1997. Valuing companies: an overview of analytical approaches. University of Virginia. Darden Business Publishing. Virginia. p.1-6.
- HAWKINS, D. 2002. Basic ratio analysis and equity valuation. Harvard Business School Publishing. Boston p.185-149.
- LUEHRMAN, T.A. 2006. Note corporate valuation and market multiples Market. Harvard Business School Publishing. Boston. p.206-239.
- MODICA, J.M. 2006. Business valuation 101: the fundamentals of business valuation in marital dissolution matters. *American Journal of Family Law*. New York. v.20, n.3, p.187-199.
- ORNELAS, M.M.G. 2003. Avaliação de sociedades: apuração de haveres em processos judiciais. 2.ed. São Paulo. Atlas.
- RABIANSKI, J.S. 1996. Going-concern value, market value, and intangible value. *The Appraisal Journal*. Chicago. v.1, n.64, p.183-194.
- REILLY, R.F., REILLY, A.L. 2009. The identification and valuation of commercial intangible assets in family law cases. *American Journal of Family Law*. New York. v.23, n.3, p.150-167.
- ROBERT, M.J. 2006. Valuation Concepts: Evaluating Opportunity. Excerpted from finance for managers. Class note Harvard Business School Publishing. Boston. p.1-18
- ROSS, S.A., WESTERFIELD R.W., JAFFE, J.F. 1995. Administração financeira - corporate finance. São Paulo: Atlas.
- SAHLMAN, W.A. 2003. Note on free cash flow valuation models: identifying the critical factors that affect. Harvard Business School Publishing. Boston. p. 9-288-023.
- TOMAZONI, T., MENEZES, E. A.2002. Estimativa do custo de capital de empresas brasileiras de capital fechado (sem comparáveis de capital aberto). *Revista de Administração*. São Paulo. v.37, n.4, p.38-48.