

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**LETICIA PRÁ**

***GOODWILL* – AMBEV: DETERMINAÇÃO DO VALOR ECONÔMICO COM BASE  
NO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO**

**Florianópolis, 2007.**

**LETICIA PRÁ**

***GOODWILL* – AMBEV: DETERMINAÇÃO DO VALOR ECONÔMICO COM BASE  
NO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO**

Trabalho de Conclusão de Curso submetido ao Departamento de Ciências Contábeis, do Centro Sócio-Econômico, da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Loreci João Borges.

**Florianópolis, 2007.**

**LETICIA PRÁ**

***GOODWILL* – AMBEV: DETERMINAÇÃO DO VALOR ECONÔMICO COM BASE  
NO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO**

Esta monografia foi apresentada como Trabalho de Conclusão do Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina, obtendo a nota média \_\_\_\_, atribuída pela banca examinadora integrada pelos professores abaixo mencionados.

---

Professora Elisete Dahmer Pfitscher

Coordenadora de Monografia do Departamento de Ciências Contábeis

Professores que compuseram a banca examinadora:

---

Presidente: Prof. Dr. Loreci João Borges

---

Membro: Prof.

---

Membro: Prof.

Florianópolis, 30, novembro de 2007.

## **AGRADECIMENTOS**

Ao intangível mais importante: DEUS.

À minha mãe, Leda.

Ao professor orientador Loreci João Borges, pela contribuição e informações valiosas para a realização deste trabalho.

“...vale a pena insistir: a minha guerra  
encontrou a minha paz...”  
(Autor Desconhecido)

## RESUMO

A determinação do valor econômico de uma organização, hodiernamente, tem significado relevante, devido a processos de fusão, aquisição, dissolução de sociedades, liquidação de empreendimentos etc. Existem vários modelos de avaliação econômica, porém, com suas restrições e potencialidades. Logo, os modelos de avaliação para determinação de valor patrimonial, refletem-se inadequados, por desconsiderar aspectos intangíveis das organizações. Porém, os modelos que utilizam a metodologia do fluxo de caixa descontado (FCD), possuem tecnicamente, maior rigor para refletir o valor econômico, sendo que, as empresas são entidades geradoras de fluxos de caixa monetários à longo prazo. Esta pesquisa, refere-se à determinação do valor econômico da empresa AmBev, utilizando o modelo do fluxo de caixa descontado livre da empresa, o qual expressará a capacidade de geração de benefícios econômicos dos ativos operacionais. Esta avaliação tem fatores subjetivos, influenciados pela experiência e percepção do analista, que interferem nesta análise.

Palavras-chave: *Goodwill*. Avaliação de empresas. Fluxo de caixa descontado.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1- Fórmula de cálculo do valor da empresa no modelo de FCFF de crescimento estável.....	60
Figura 2- Fórmula do cálculo do FCFF a partir do EBIT.....	63
Figura 3- Fórmula do cálculo do custo médio ponderado do capital.....	66
Figura 4- Fórmula do cálculo do custo do patrimônio líquido no modelo de crescimento de dividendos .....	66

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1- Quadro do custo do patrimônio líquido.....	66
Quadro 2- Cálculo do custo da dívida .....	67
Quadro 3- Proporção da dívida sobre o patrimônio líquido.....	67
Quadro 4 – Cálculo do custo médio ponderado do capital da AmBev.....	67
Quadro 5 – Cálculo do valor da empresa no modelo e FCFF de crescimento estável.....	68



## LISTA DE TABELAS

Tabela 1- Bens e direitos da empresa AmBev.....	58
Tabela 2- Obrigações da empresa AmBev.....	59
Tabela 3- Cálculo da taxa média de crescimento.....	61
Tabela 4- Cálculo da variação do capital de giro.....	64
Tabela 5- Cálculo da porcentagem do capital de giro sobre a receita de vendas.....	64
Tabela 6- Cálculo do valor do FCFF a partir do EBIT.....	65

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>11</b>
1.1 Tema e problema .....	12
1.2 Objetivos.....	13
1.2.1 Objetivo geral .....	13
1.2.2 Objetivos específicos.....	13
1.3 Justificativa.....	13
1.4 Metodologia.....	15
1.5 Limitação da pesquisa .....	<b>Erro! Indicador não definido.</b>
1.6 Organização do trabalho.....	<b>Erro! Indicador não definido.</b>
<b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....</b>	<b>Erro! Indicador não definido.</b>
2.1 Ativos intangíveis.....	18
2.1.1 Classificação de ativos intangíveis.....	24
2.1.2 Constituição e reconhecimento de ativos intangíveis.....	28
2.2 <i>Goodwill</i> .....	29
2.2.1 Identificação e avaliação do <i>goodwill</i> .....	<b>Erro! Indicador não definido.</b>
2.2.2 <i>Goodwill</i> não adquirido .....	38
2.2.3 Marcas empresariais .....	40
2.2.3.1 Marcas: conceito, avaliação e mensuração.....	40
2.4 Avaliação de empresas .....	<b>Erro! Indicador não definido.</b>
2.5 Fluxo de caixa descontado.....	<b>52</b>
<b>3 Estudo de caso da empresa AmBev .....</b>	<b>58</b>
3.1 Caracterização da AmBev .....	58
3.2 Processo de avaliação econômica da empresa.....	60
3.2.1 Posição patrimonial da empresa .....	61
3.2.2 Cálculo da taxa de crescimento .....	<b>63</b>
3.2.3 Cálculo do fluxo de caixa da empresa.....	<b>65</b>
3.2.4 Cálculo da taxa de desconto .....	<b>68</b>
3.2.5 Valor econômico da empresa .....	<b>71</b>
<b>4 CONCLUSÃO.....</b>	<b>72</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>73</b>

## 1 INTRODUÇÃO

A era do conhecimento proporcionou céleres mudanças. Estas ocorrem em função, essencialmente, da tecnologia da informação e das telecomunicações, que originaram novos mercados e serviços.

Nesse cenário, os ativos intangíveis ganharam relevância, superando o valor dos ativos tangíveis, principalmente nas empresas de alta tecnologia, na compleição do patrimônio das organizações.

Conseqüentemente, os preceitos de mensuração da tradicional contabilidade empresarial, que avaliaram de forma precisa os tangíveis da era industrial, não satisfazem para a avaliação dos ativos intangíveis. Justamente, uma necessidade atual de estudos e pesquisas nesse campo complexo da Teoria da Contabilidade.

Esse “vazio” continua a crescer, em ocorrência do importante papel assumido pelos ativos intangíveis em relação aos ativos tangíveis na composição do patrimônio das organizações. Os aspectos fundamentais, que causaram esta lacuna são os movimentos de incorporações internacionais, o empenho dos líderes de mercado em desenvolverem ou adquirirem marcas famosas, o crescimento do setor de serviços, a velocidade e a amplitude das alterações tecnológicas, além da fonte de riqueza proporcionada pela inteligência humana e os recursos intelectuais. E na atualidade, inclui-se o *goodwill*, que segundo Neiva (1999, p. 12) é considerado “o mais intangível dos intangíveis”.

Apesar da quantidade de obras sobre o assunto (que é estudado com persistência há mais de um século), não disponibiliza até hoje concordância, isto é, não há definição única aceita universalmente. A variedade de opiniões emitidas e a extensão das discussões a seu respeito, indicam a existência de um problema para resolução e um amplo campo a ser desbravado.

A incerteza, historicamente torna-se uma característica particular da América Latina aos mercados emergentes. Seqüências de planos econômicos e as mais diversas linhas governamentais, eternizam as dúvidas quanto ao ambiente político, tributário, monetário e cambial, em torno das organizações instaladas ou atuantes nesta localização. Esta incerteza, é um dos aspectos que afetam definitivamente os processos de tomada de decisão no mundo dos negócios, e tornam iminente, adaptações nas teorias tradicionais de análise de investimentos.

A avaliação econômico-financeira, tem por fornecer os métodos para tornar flexíveis e corretas as decisões de investimento, com a opção mais prudente entre risco e retorno.

Diversos são os fatores que influenciam nas decisões de investimento, como condições de demanda, ofertas e preços, diferentes cenários macroeconômicos, crescimento demográfico, alterações na legislação tributária e surgimento de novas tecnologias, taxas de juros, câmbio e inflação.

Sendo a determinação do valor presente de fluxos de caixa futuros uma das metodologias mais adequadas para avaliação econômica de ativos, será a metodologia utilizada para o tema deste trabalho, a identificação do valor econômico do intangível *goodwill*, de uma indústria de bebidas.

## 1.1 Tema e problema

As organizações que desempenham suas atividades focadas na busca de resultados, têm no desenvolvimento e aprimoramento destas atividades, seus produtos e serviços, suas marcas e em suas relações com terceiros, maior valoração do que em seus tangíveis patrimoniais.

O estudo da quantificação dos benefícios futuros a valores presentes, que permeiam uma organização, é considerado no momento atual, a grande indecisão teórica e prática, das deferências contábeis, havendo uma abertura para discussões e relevantes mudanças de análises.

Diante deste contexto, procura-se responder ao seguinte questionamento: como mensurar o ativo intangível *goodwill* da empresa AmBev?

## 1.2 Objetivos

### 1.2.1 Objetivo Geral

Consiste em determinar o valor econômico do ativo intangível *goodwill* da empresa AmBev, utilizando a metodologia do fluxo de caixa descontado.

### 1.2.2 Objetivos Específicos

- Descrever o conceito de ativos intangíveis;
- Descrever o conceito de *goodwill*;
- Descrever alguns modelos de avaliação;
- Descrever o conceito de fluxo de caixa descontado;
- Elaborar o fluxo de caixa e sua projeção relacionada à empresa; e
- Calcular o valor econômico aplicando o modelo de fluxo de caixa descontado da empresa.

## 1.3 Justificativa

A inquietação dos profissionais da área contábil, sobre a lacuna existente entre o valor econômico de uma entidade e seu valor contábil, é devido à seqüência das revoluções provocadas pelas inovações tecnológicas no cotidiano das organizações. Estima-se que o valor das organizações cotadas na maioria das bolsas de valores do mundo é, em média, o dobro de seu valor contábil e, nos Estados Unidos, o valor de mercado de uma entidade varia, normalmente, entre duas e nove vezes seu valor contábil.

Hodiernamente, o valor criado nas empresas é procedente das habilidades do conhecimento. Outrora, o valor criado era através de atividades mecânicas. Apesar da relevância nas organizações, a valoração das qualidades intangíveis, não são informações medidas pela Contabilidade, face às limitações impostas por sua própria teoria. Não obstante, não renunciam como origem de riquezas para as entidades e, dessa forma, definidas como ativos intangíveis.

Logo, a avaliação de empresas representa um papel essencial em diversos segmentos, como, processos de fusões, aquisições, dissolução de sociedades, liquidação de empreendimentos. São alguns exemplos que demonstram a necessidade de estudo e implementação de técnicas e modelos de avaliação para determinação de valor.

O propósito deste trabalho é a determinação de valor econômico de uma empresa industrial, para verificação de seu valor intangível *goodwill*, diante de princípios e convenções pertinentes.

Este trabalho proporciona ao acadêmico um conhecimento teórico e prático do modelo de mensuração de *goodwill* adotado, o fluxo de caixa descontado, servindo ainda como instrumento de estudo para a faculdade, no intuito de auxiliar o desenvolvimento de outros acadêmicos. Também, pode ser utilizado como fonte de pesquisa pela empresa estudada, mostrando alternativas e novos caminhos a serem abordados e utilizados, sendo de relevante contribuição acadêmica.

Para a sociedade, este trabalho pode criar uma visão aprofundada sobre a mensuração de valor do *goodwill*, o quanto este equivale para a empresa e para seus clientes, como uma visualização mais precisa da valoração subjetiva da organização. Proporcionando, à empresa uma análise contributiva, do setor industrial de bebidas.

O tema abordado foi escolhido pelo interesse pessoal em demonstrar através de pesquisas e análises, a mensuração de um ativo intangível tão importante, o *goodwill*. Devido, as contrariedades, e várias lacunas sobre o assunto entre os estudiosos da área, a necessidade de aprofundar e descobrir um ínfimo pormenor já torna satisfatória a elaboração desta pesquisa.

## 1.4 Metodologia

Esta pesquisa tem natureza qualitativa, a qual busca a compreensão de determinadas circunstâncias detalhadamente. Quanto aos objetivos da pesquisa, caracteriza-se, como exploratória, pois possibilita analisar a organização AmBev, oferecendo, primeiramente, o método holístico de estudo, para posteriormente, discorrer sobre a aplicação do modelo de fluxo de caixa descontado.

Em relação à pesquisa exploratória, Gil (1999 apud BEUREN et al 2006, p. 80) reflete que o objetivo principal é “proporcionar uma visão geral acerca de determinado fato. Portanto, esse tipo de pesquisa é realizado, quando o tema escolhido é pouco explorado e torna-se difícil formular hipóteses precisas e operacionalizáveis”.

O trabalho ainda refere-se a um estudo de caso. Segundo Gil (1999, p. 73 apud BEUREN et al 2006, p. 84), estudo de caso baseia-se numa metodologia de pesquisa legitimamente qualitativa que “é caracterizado pelo estudo profundo e exaustivo de um ou de poucos objetos, de maneira a permitir conhecimentos amplos e detalhados do mesmo, tarefa praticamente impossível mediante os outros tipos de delineamentos considerados”.

Para Roesch (1999, p. 155 apud ROSA 2005, p. 15), “o estudo de caso consiste, no estudo de fenômenos em profundidade dentro de seu contexto”.

Quanto ao delineamento da pesquisa, a mesma se classifica em bibliográfica. Na pesquisa bibliográfica, executa-se uma investigação a partir de material já elaborado, e como refere-se a um estudo de caso, será realizada uma revisão da teoria estudada.

Cervo e Bervian (1983, p. 55 apud BEUREN et al 2006, p. 86) descrevem que “a pesquisa bibliográfica explica um problema a partir de referenciais teóricos publicados em documentos. Pode ser realizada independentemente ou como parte da pesquisa descritiva ou experimental. Ambos os casos buscam conhecer e analisar as contribuições culturais ou científicas do passado existentes sobre um determinado assunto, tema ou problema”.

Quanto ao problema, é uma pesquisa quantitativa e qualitativa. Torna-se a pesquisa quantitativa, conforme BEUREN et al (2006, p. 93) devido a relevância por utilizar instrumentos estatísticos desde a coleta, até a análise e o tratamento dos dados. E simultaneamente, qualitativa, por aprofundar questões relacionadas ao desenvolvimento da Contabilidade, seja no âmbito teórico ou prático, proposto por BEUREN et al (2006).

O desenvolvimento desta pesquisa se dará em duas etapas. Na primeira, a análise e pesquisa do material bibliográfico, em relação ao assunto em questão e já publicado, coletando as informações necessárias relativas ao assunto e relevantes, por meio de uma leitura criteriosa, para concretizar a presente, caracterizando a fundamentação teórica.

Na segunda etapa, o processo técnico. Identificando-se como um estudo de caso da empresa AmBev (objeto do estudo), a qual será avaliada através do fluxo de caixa descontado.

### 1.5 Limitação da pesquisa

O objetivo desta pesquisa refere-se em determinar um valor alusivo justo de mercado da empresa AmBev, utilizando a metodologia do fluxo de caixa descontado.

O modelo utilizado é o mais indicado pelos estudiosos da área, embora não haja método em que satisfaça perfeitamente a teoria e prática sobre a mensuração de ativos intangíveis.

Por conseguinte, ocorre que determinada possibilidade, originará informações mais relevantes sobre o assunto, mas isoladamente, não serão competentes para atender todas as necessidades dos usuários.

Em conformidade com a dimensão e a complexidade do tema, e com a diversidade dos métodos de avaliação, este trabalho limita-se ao modelo de fluxo de caixa descontado para a determinação do valor da empresa.

Ocorre também, limitação do trabalho quando trata-se da interpretação dos dados retirados dos relatórios da entidade. Sendo que, a avaliação surge da percepção do analista, os procedimentos pertinentes podem manifestar aspectos subjetivos que sofrerão interferência na análise. Dessa forma, a avaliação de empresa pode sofrer influxos por julgamento pessoal e a experiência do analista.

O presente trabalho, por se caracterizar um estudo de caso, se aplica única e exclusivamente à empresa AmBev.



## 1.6 Organização do trabalho

O trabalho é composto de três capítulos para melhor explanação do tema tratado.

O primeiro capítulo expõe as considerações iniciais, relatando a importância do tema, posteriormente, o tema e a formulação do problema, necessário para verificação, decisão e resolução. Em seguida, são listados os objetivos a serem alcançados e as questões pertinentes à investigação do problema, como a justificativa e a metodologia da pesquisa. Finalizando, com a limitação e organização do estudo.

O segundo capítulo refere-se à fundamentação teórica, em que os aspectos teóricos sobre avaliação de empresas, ativos intangíveis, *goodwill*, serão tratados, salientando a metodologia do fluxo de caixa descontado.

O terceiro capítulo dedica-se, inicialmente, uma visão superficial sobre a empresa AmBev, objeto da avaliação e, após, uma descrição e aplicação do modelo de fluxo de caixa descontado para a determinação de seu valor econômico.

No quarto e último capítulo, refere-se a conclusão e as considerações finais.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A determinação do valor econômico de uma organização, requer primeiramente, a compreensão dos aspectos, ativos intangíveis, marcas e *goodwill*. Neste trabalho, ensaia-se sua explicação, assim como, a exposição de alguns modelos de avaliação de empresas, mas detendo-se apenas no método de fluxo de caixa descontado.

### 2.1 Ativos intangíveis

Os ativos intangíveis são recursos incorpóreos controlados pelas organizações, capazes de produzir benefícios futuros.

Considerando as conclusões de Schmidt e Santos (2002, p. 13):

...a maioria dos intangíveis, correspondem à definição de ativo, são reconhecidamente relevantes, da mesma forma que muitos ativos tangíveis, sendo difícil avaliá-los e seu custo histórico pode ser determinado tão precisamente quanto o de muitos ativos tangíveis. Logo, os intangíveis devem ser reconhecidos como um ativo.

Em compreensão, os intangíveis devem correlacionar-se como ativos, devido determinação análoga em sua maioria.

Segundo Hendriksen e Breda (apud BASSAN 2004, p. 27):

...os ativos intangíveis formam uma das áreas mais complexas da teoria da contabilidade, em parte nas dificuldades de definição, mas principalmente por causas das incertezas a respeito da mensuração de seus valores e da estimação de suas vidas úteis.

A dificuldade de definição, mensuração e expectativa de retorno, é notoriamente a complexidade em torno dos ativos intangíveis.

Schmidt e Santos (2002, p.14), reiteram:

O termo intangível vem do latim *tangere* ou tocar. Logo, os bens intangíveis são os que não podem ser tocados, porque não possuem corpo físico. Contudo, a tentativa de relacionar a etimologia da palavra intangível à definição contábil dessa categoria não será exitosa, haja vista que muitos outros ativos não possuem tangibilidade e são classificados como se tangíveis fossem, tais como despesas antecipadas, duplicatas a receber, aplicações financeiras etc. [...] Isto porque os contadores têm procurado limitar a definição de intangíveis restringindo-a a ativos não circulantes'; conforme afirmam (HENDRIKSEN E BREDA 1999, p. 388).

A referência, constitui a definição etimológica do termo intangível, validando desde sua origem, à característica de subjetividade. Considerando também, que esta particularidade não é satisfatória para classificá-la como tangível ou intangível.

Hendriksen (1992, p. 361 apud MARTINS 2002, p. 83) cita que, a natureza dos ativos intangíveis consiste em:

Ativos intangíveis são ativos que carecem de substância. Como tais, esses ativos devem ser reconhecidos sempre que preenchem os requisitos de reconhecimento de todo e qualquer ativo ou seja, devem atender à definição de um ativo, devem ser mensuráveis e devem ser relevantes e precisos.

Primeiramente, um ativo intangível caracterizar-se-á como qualquer outro ativo; após reconhecimento, será definido conforme classificação mais apropriada.

Damodaran (1997 apud MILONE 2004, p. 04) estabelece que, “ativos intangíveis são aqueles ativos que não possuem forma física. Apesar desta característica, eles afetam a performance e o fluxo de caixa das empresas”.

Ainda que, haja a imaterialidade dos ativos intangíveis, estes perfilham o afetamento no fluxo de caixa e em seu desempenho empresarial.

Iudícibus (1998, p. 08 apud MARTINS 2002, p. 105), comenta de maneira concisa as características principais dos ativos intangíveis:

Ativos intangíveis são os bens capacitados a contribuir para a geração de benefícios econômicos em vários períodos futuros, mas que não têm existência física, como por exemplo: patentes, marcas, direitos autorais, *goodwill*, etc. De forma geral, o intangível refere-se a direitos de longo prazo, desenvolvimento de vantagens competitivas ou aquisição de negócios entre empresas. Os ativos intangíveis diferem consideravelmente entre si, em suas características, na vida útil e no relacionamento com as operações da empresa.

Vinculam-se aos intangíveis, os benefícios econômico-financeiros porvir. Principalmente, relativo a, direitos de longo prazo, aquisição de negócios ou aprimoramento da qualidade competitiva no mercado.

Martins (2002, p. 82) contribui com a definição:

A existência de natureza física para um ativo não é requisito necessário para que um elemento seja um ativo. Conforme suas definições e conceitos, a presença corpórea é indiferente ao ativo. Quando se discutiu a definição de ativo como potencial de prováveis fluxos de benefícios futuros, abstraiu-se de um objeto real, palpável, para imaginar-se o ativo como um agente que proporciona a obtenção de prováveis benefícios futuros, sendo o valor econômico desse ativo representado pela capitalização desses fluxos futuros, ou o valor de custo representado por capitalizações de gastos incorridos, mas cujos benefícios ainda não foram obtidos. Portanto, nada impede que um ativo não tenha forma física.

Relevante aspecto em que a forma material torna-se dispensável para considerar um ativo, mas a característica de provável retorno econômico futuro é imprescindível.

O reconhecimento de um ativo intangível, conforme parágrafo 19 do *International Accounting Standards* 38 – Normas Internacionais de Contabilidade (apud SCHMIDT; SANTOS 2002, p. 16) ocorre quando: “a. são prováveis os benefícios econômicos futuros do ativo para a entidade; e, b. o valor do ativo pode ser mensurado confiavelmente”.

A necessidade de retorno do investimento em intangíveis, e a sua quantificação precisa, tornam-se características indispensáveis para sua aceitação contábil.

Adita Eliseu Martins (apud BASSAN 2004, p. 29):

...talvez a característica mais comum a todos os itens do chamado Ativo Intangível seja o grande grau de incerteza existente na avaliação dos futuros resultados que por eles poderão ser proporcionados. A dificuldade de mensuração, não é, entretanto, restrição suficiente para uma definição...

Os ativos intangíveis são investimentos imprecisos, inconstantes, no que refere-se a resultados futuros, tornando-se característica trivial aos mesmos.

Most (1982, p. 378 apud MARTINS 2002, p. 82) tratando de ativos intangíveis, cita que, “visto que as contas contêm somente valores e não objetos físicos, referir-se a algumas como ativos intangíveis não implica em tangibilidade literal mas figurativa”.

Em percepção, as contas tornam-se intangíveis por apresentarem apenas valores e não objetos materiais, logo não são precisamente palpáveis.

De acordo com Eliseu Martins (apud BASSAN 2004, p. 30), “a divisão feita entre ativo tangível e intangível tradicional, tem sido a dificuldade de defini-los, reconhecê-los e mensurá-los”.

A maior incerteza quanto a intangíveis é como solver sua definição, reconhecimento e mensuração, para que não haja tratamento dúplice.

Upton (apud MARTINS 2002, p. 13) evidencia:

A importância de ativos intangíveis é a característica distintiva da nova economia. De modo geral, as demonstrações contábeis existentes reconhecem esses ativos somente quando adquiridos de outros. Normatizadores contábeis deveriam desenvolver uma base para o reconhecimento e a mensuração de ativos intangíveis gerados internamente.

A maior consideração quanto a ativos intangíveis ocasiona-se à nova economia, por reconhecer a existência dos mesmos quanto assimilados de terceiros, porém, a falha está na omissão em identificar os desenvolvidos internamente.

Upton (apud MARTINS 2002, p. 89), quando questiona, ativos intangíveis, relaciona a pesquisa realizada no *The Intangibles Center at New York University* (Centro de Intangíveis da Universidade de Nova Iorque), a qual fornece duas possíveis definições:

- Ampla: ativos intangíveis são fontes não físicas de prováveis benefícios econômicos futuros para uma entidade ou alternativamente todos os elementos de uma empresa que existem além de ativos monetários e tangíveis;
- Restrita: ativos intangíveis são fontes não físicas de prováveis benefícios econômicos futuros para uma entidade, que foram adquiridas por meio de uma troca ou foram desenvolvidos internamente com base em custos identificáveis, têm vida limitada, possuem valor de mercado em separado da entidade, e são possuídos ou controlados pela entidade.

Existem ativos que são a princípio intangíveis, mas que na contabilidade não são tratados dessa maneira (exemplos: contas a receber, despesas antecipadas, créditos diferidos, várias outras despesas diferidas no ativo etc.). Segundo as circunstâncias, os ativos intangíveis devem atender a todas as condições necessárias para registro de um ativo. Diferenciar os intangíveis da linguagem comum dos intangíveis no sentido contábil torna-se imprescindível.

Em conformidade com Hendriksen (1992 p. 635 apud MARTINS 2002, p. 90):

...alguns alegam argumentar que os intangíveis possuem diversas características específicas que os distinguem de ativos tangíveis, e que exigem que os intangíveis

sejam tratados diferentemente dos tangíveis. Três dessas supostas características distintivas seriam a inexistência de usos alternativos, a falta de separabilidade e a maior incerteza quanto à recuperação.

Nos devidos termos, os intangíveis podem apresentar tais características, mas não significa que todas estejam presentes simultaneamente. Logo, se um ativo intangível não manifestar todas as características a serem comentadas, não denota que ele não seja um ativo intangível reconhecível contabilmente. Mas pelo fato da maioria dos intangíveis apresentarem estas características, a discussão é válida.

No que refere-se à descrição, os 'usos alternativos', tanto os ativos tangíveis quanto os intangíveis, validam seu valor econômico das expectativas de geração de lucros futuros. Contudo, a justificativa usada é que os tangíveis possuem valor em usos alternativos enquanto os intangíveis não. Porém, contrariamente a esses argumentos, identificou-se exceções consideráveis, como as marcas que podem ser aplicadas a usos alternativos (ex: diversos produtos), proposto por (MONTEIRO; COELHO)

No que refere-se à falta de separabilidade, afirma-se que os ativos intangíveis não podem ser separados da empresa ou das propriedades físicas da empresa, devido apenas possuírem valor econômico e utilidade se usados em combinação com ativos tangíveis da entidade. Porém, contrariamente a esses argumentos, muitos intangíveis são separáveis, como por exemplo, direitos autorais, marcas e outros que podem ser comprados e vendidos proposto por (MONTEIRO; COELHO).

Referente à incerteza (quanto aos benefícios futuros esperados dos ativos intangíveis), é altíssima, e o reconhecimento contábil não é permitido pelas conformidades de reconhecimento de ativos intangíveis. Os intangíveis possuem um alto grau de incerteza referente à benefícios futuros e de difícil ligação com receitas ou períodos específicos. Porém, isso não ocorre com todos, como por exemplo, uma educação de nível superior não pode ser considerada menos incerta do que um equipamento (MONTEIRO; COELHO).

Em conformidade com uma percepção gerencial, alguns ativos que são tratados freqüentemente como despesas, deveriam ser capitalizados como ativos. Como exemplo: propaganda, pesquisa e desenvolvimento, reparos e treinamentos; por estes relacionarem-se a benefícios econômicos futuros.

Conforme Schmidt e Santos (2002, p. 19), “a vida útil de um ativo intangível para uma organização é o período que se espera que o ativo aprimore, direta ou indiretamente, na

produção de fluxos de caixa futuros”. Para se estimar a vida útil de um ativo intangível, os fatores abaixo deverão ser avaliados:

- a. A expectativa de uso do ativo pela entidade;
- b. A expectativa de vida útil de outro ativo ou grupo de ativos com a qual a vida útil do ativo intangível possa estar relacionada, tais como: direitos de exploração de minérios em relação a exaustão desses ativos;
- c. Qualquer condição contratual, regulamentada ou legal, que possa limitar sua vida útil;
- d. Qualquer condição contratual, regulamentada ou legal, que capacite a renovação ou extensão da vida útil contratual ou legal de um ativo sem custo substancial, ou seja, existem evidências que dão suporte à renovação ou extensão e elas podem ser feitas com sucesso sem modificações materiais nas condições e termos existentes;
- e. O efeito da obsolescência, demanda, competição e outros fatores econômicos, tais como: estabilidade de uma indústria, conhecimento tecnológico avançado, legislação que resulta em uma incerteza ou mudança na regulamentação do ambiente e expectativa de mudanças nos canais de distribuição;
- f. O nível de despesas com manutenção necessário para obter fluxo de caixa futuro esperado do ativo, por exemplo, um nível material de manutenção em relação ao valor registrado do ativo pode sugerir uma vida útil muito limitada.

Ocorre que, mesmo um ativo intangível terá findada sua existência. E a avaliação de sua vida útil, sucede por avaliação análoga a outro ativo; obrigação legal ou regulamentação que explicita sua renovação e/ou término; causas como desuso, necessidades de outros intangíveis que substituem o atual; e, as despesas com este ativo, interferem em sua expectativa de vida.

Corroboram Schmidt e Santos (2002, p. 20): “Se não houverem condições legais, regulamentares, contratuais, competitivas, econômicas, ou outros aspectos que determinem a vida útil de um ativo intangível, logo, será considerada indefinida. Mas a forma indefinida não representa infinita”.

Com a ausência de limitações legais de vida útil de um intangível, considerar-se-á sua indefinição. Mas essa indeterminação não o tornará infindo, pois todo bem com sua utilização acaba por esgotar-se.

Hodiernamente, com o desenvolvimento de ferramentas estatísticas e dos computadores, há procedimentos através dos quais, pode-se ter uma segurança razoável dos benefícios futuros, trasladando-se na expectativa numérica dos referidos benesses.

Infere-se portanto, que um ativo intangível não tem substância física e que, por serem abstratos, não podem ser tocados, palpados, mas podem ser comprovados e controlados pelas organizações. Normalmente, sugerem que, tratam-se de ativos não identificáveis. O *goodwill* é o exemplo mais comum de um ativo não identificável.

### 2.1.1 Classificação dos ativos intangíveis

Nas organizações, observa-se a existência de uma grande quantidade de ativos intangíveis que influenciam o desempenho empresarial. Estes foram classificados para a uma melhor identificação e compreensão de seus aspectos peculiares.

Conforme Schmidt e Santos (2002, p. 15), podem-se classificar como ativos intangíveis os seguintes elementos:

- a. gastos de implantação e pré-operacionais;
- b. marcas e nomes de produtos;
- c. pesquisa e desenvolvimento;
- d. *goodwill*;
- e. direitos de autoria;
- f. patentes;
- g. franquias;
- h. desenvolvimento de *software*;
- i. licenças;
- j. matrizes de gravação;
- k. certos investimentos de longo prazo.

Uma maneira diversa para descrever ativos intangíveis é através da categorização proposta por Reilly (1996 apud MILONE 2004, p 23). Observa-se que os ativos intangíveis se agrupam em algumas categorias mais facilmente identificadas; sendo relacionadas:

- a tecnologia (ex., desenhos e esquemas de engenharia);
- o cliente (ex., listas de clientes);
- os contratos (ex., contratos de fornecimento vantajosos);
- o processamento de dados (ex., *softwares*);
- o capital humano (ex., força de trabalho treinada e capacitada);



- o *marketing* (ex., marcas e símbolos registrados);
- a localização (ex., direitos sob locais geográficos valiosos);
- o *goodwill* (ex., valor da continuidade do negócio).

A lista de possíveis ativos intangíveis, conforme categorização apresentada por Reilly, sobressaem os itens, contratos vantajosos com fornecedores e clientes; listas de clientes; *softwares* proprietários; mão-de-obra treinada e capacitada; marcas; embalagens registradas; direitos autorais e patentes, pois agregam valor à entidade e identificam de maneira imediata qual produto pertence a determinada empresa.

Brooking (apud BASSAN 2004, p. 63) define capital intelectual “como uma combinação de ativos intangíveis, frutos das mudanças nas áreas da tecnologia da informação, mídia e comunicação, que trazem benefícios intangíveis para a empresa e que capacitam seu funcionamento”; dividido em quatro categorias:

- ativos de mercado: marcas, clientes, lealdade, negócios recorrentes, negócios em andamento (*backlog*), canais de distribuição, franquias, etc.;
- ativos humanos: os benefícios que o indivíduo pode proporcionar para as organizações por meio de *expertise*, criatividade, conhecimento, habilidade para resolver problemas, tudo visto em forma coletiva e dinâmica;
- ativos de propriedade intelectual: os ativos que necessitam de proteção legal para proporcionarem às organizações benefícios, tais como *know-how*, segredos industriais, *copyright*, patentes, *desings*, etc.;
- ativos de infra-estrutura: as tecnologias, as metodologias e os processos empregados como cultura, sistema de informação, métodos gerenciais, aceitação de risco, banco de dados de clientes etc.

Ocorre a reafirmação de que itens como marcas, franquias, habilidades profissionais dos colaboradores, segredos industriais, patentes, tecnologias utilizadas, administração competente, entre outros, são diferenciais para uma maior valoração econômica da entidade, assim como, deve tornar a empresa, destaque entre as concorrentes.

Iudícibus (1998 p. 08 apud MARTINS 2002, p. 105), classifica os ativos intangíveis quanto a:

- a. Identificabilidade: patentes, direitos autorais, franquias e outros ativos similares que podem ser identificados com a descrição de seus nomes. Alguns tipos de ativos não têm identificações específicas, sendo o exemplo mais comum o *goodwill*.
- b. Forma de aquisição: podem ser desenvolvidos internamente ou adquiridos. Se forem adquiridos podem ser de forma individual, em grupo ou através de combinações de negócios (*business combination*).
- c. Determinação de sua vida útil: patentes, direitos autorais e franquias são exemplos de intangíveis com vida útil determinada por lei ou por contrato.

Outros ativos intangíveis, como os custos organizacionais, processos secretos e o *goodwill*, não tem termos legais ou contratuais para o estabelecimento de existência, portanto, a expectativa dos períodos a serem beneficiados pode ser indeterminada quando da aquisição desses ativos.

- d. Transferência: patentes, direitos autorais, franquias e outros intangíveis identificados separáveis, que podem ser vendidos. Os custos de organização e o *goodwill* não podem ser separados da empresa como um todo, sendo, portanto, intransferíveis isoladamente.

Quanto à identificação dos ativos intangíveis conforme o método proposto, leva apenas a uma separação de tipos de intangíveis. Agregando a contribuição dos demais autores, a classificação por negócios adquiridos, torna-se preeminente, nestes tempos de fusões e incorporações empresariais. Sendo que, quanto à forma de mensuração, hesita-se em sua aplicação.

Sveiby (1997 apud MILONE 2004, p. 23) apresenta uma classificação para ativos intangíveis em que ele identifica três grupos distintos:

Estrutura Externa, Estrutura Interna e Competência dos Funcionários.

- estrutura externa é composta principalmente pela marca, e relação com clientes e fornecedores. O valor destes ativos está na capacidade da empresa em desenvolver relacionamentos fortes, apesar destes serem uma fonte de incerteza, pois variam ao longo do tempo;
- estrutura interna é composta por patentes, modelos, sistemas administrativos, entre outros. Estes ativos são desenvolvidos pelas pessoas e se tornam propriedades da empresa;
- competência dos funcionários que mede a capacidade dos mesmos em gerar desempenhos de qualidade nas mais diversas situações.

Compreende-se que externamente, a marca é fundamental para valoração da empresa, por sua capacidade de manter a fidelidade com os consumidores, apesar da incerteza quanto a esta ligação produto-consumidor. Internamente, a consideração é relevante à patentes, processos administrativos elaborados e competitivos que tornam eficiente a conjuntura empresarial. E por último, em análise, a competência dos colaboradores, em que demonstram agilidade, habilidade e qualidade na resolução de problemas organizacionais.

Adita Reilly (1996 apud MILONE 2004, p. 21), que existem vários componentes de um negócio que podem ser qualificados como ativos intangíveis, mas, para que possam ser analisados econômica e financeiramente, eles devem ter algumas características:

- devem permitir uma fácil identificação e descrição;
- devem estar sujeitos a existência e proteção legal;

- devem ser submetidos ao direito de propriedade individual e esta, deve ser legalmente transferível;
- deve existir uma evidência tangível de sua existência (ex.: contrato ou registro);
- devem ter sido criados em uma data ou como resultado de um evento identificável;
- devem ser passivos de destruição ou terminação em uma data ou como resultado de um evento identificável;
- devem produzir alguma quantidade mensurável de benefício econômico ao detentor de seus direitos, seja através de um incremento nas receitas ou de um decréscimo nos custos;
- devem aumentar o valor de outros ativos aos quais estão associados.

Fundamentado nas classificações, um ativo intangível só pode existir caso ele tenha atrelado a si uma série de direitos legais que alegam a sua existência formal. Há necessidade de se ter associado ao intangível, uma capacidade de geração de renda para que possa ter o seu valor quantificado.

Edvinsson e Malone (apud BASSAN 2004, p. 64), utilizam uma linguagem metafórica no intento de melhor conceituar o capital intelectual. “Comparando uma empresa a uma árvore, consideram a parte visível como um tronco, galhos e folhas, a que está descrita em organogramas, nas demonstrações contábeis e em outros documentos, e a parte que se encontra abaixo da superfície, no sistema de raízes, capital intelectual, que são os fatores dinâmicos ocultos que fundamentam a empresa visível formada por edifícios e produtos”.

A partir desta definição, dividem-se os fatores ocultos em dois grupos:

- Capital humano: composto pelo conhecimento, *expertise*, poder de inovação e habilidade dos empregados, mais os valores, a cultura e a filosofia da empresa;
- Capital estrutural: formado pelos equipamentos de informática, *softwares*, bancos de dados e patentes, marcas registradas e relacionamento com clientes.

Isoladamente às concepções sugeridas e adotadas, observa-se que existe o ativo intangível “marca”, presente nas propostas de todos os autores, oriundo de sua relevância na construção de valor nas empresas.

Em análise, o valor de mercado total de uma empresa, refere-se ao valor de todos os seus ativos, analisados pelas operações econômicas. Sendo exatamente, a somatória do valor dos ativos tangíveis e dos intangíveis, que formam o valor total de mercado para a entidade.

## 2.1.2 Constituição e reconhecimento de ativos intangíveis

Os ativos intangíveis podem ser gerados internamente ou adquiridos de terceiros. Quando estes forem adquiridos de terceiros, ocorre certa dificuldade em sua avaliação e mensuração, mas há maior óbice quanto ao reconhecimento, avaliação e quantificação econômico-financeira dos intangíveis interiores à uma organização.

Acrescenta Martins (2002, p. 102):

...Os gerados internamente, contabilmente, são difíceis de serem reconhecidos, devido a dificuldade de se determinar o momento em que o ativo começa a gerar benefícios, e também há dificuldade de se determinar o seu custo (ou valor) de forma exata. As situações mais comuns (também as mais polêmicas), em que são internamente constituídos, identificados, mensurados e reconhecidos contabilmente, são pertinentes à pesquisa e desenvolvimento.

Em análise, os intangíveis internos, são irreconhecíveis devido à indeterminação do momento de seu retorno financeiro, e a impossibilidade de reconhecimento do seu custo.

Martins (2002, p. 107) analisa:

Freqüentemente, os intangíveis são reconhecidos apenas quando adquiridos de terceiros. Isso ocorre quando, determinados ativos são negociados em separado ou através da aquisição de um grupo de ativos, geralmente uma entidade como um todo, representada por vários ativos, ou por uma parte dessa entidade.

A conjuntura em que ocorre o reconhecimento de intangíveis, é de aquisições de empresas ou de parte de seus ativos. Nessa circunstância, ocorrerá a identificação financeira, econômica e contábil desses bens.

Os intangíveis são avaliados pelos seus custos de formação ou aquisição. Certos intangíveis, inserem-se em mercados organizados e eficientes, conseqüentemente, atribuindo os seus *fair values* (valores justos). Quanto à avaliação econômica de um intangível, quando o mesmo não possui mercado eficiente, o critério usado para a determinação de seu valor econômico, é o valor presente, proposto por (MARTINS, 2002).

Há a possibilidade de reconhecer os intangíveis através da análise por mercados específicos ou sua valoração, pelo valor presente deste ativo.

De acordo com Martins (2002, p. 105):

A avaliação do intangível pelo seu valor presente líquido é primordial, devido representar a essência econômica legítima do ativo, ao invés de representar custos acumulados à espera de receitas para futuros confrontos. Pois, utilizando o valor presente líquido, antecipa-se todos os potenciais de benefícios futuros, dando a esse valor um caráter informacional mais relevante do que o seu custo histórico.

Em percepção, a mensuração de ativos intangíveis pelo seu valor presente, torna a forma mais absoluta de representá-la quantitativamente, por não haver exposição através de custos acumulados.

Marcas e *goodwill* são os ativos intangíveis que possuem existência ilimitada ou vida útil indeterminada, e, conseqüentemente, maior dificuldade de avaliação.

## 2.2 *Goodwill*

Um ativo intangível habitualmente demonstra que discorre sobre um ativo não identificável. O exemplo mais comum de um ativo não identificável é o *goodwill*.

O *goodwill* é um dos componentes dos ativos intangíveis e, vem sendo objeto de muitos estudos e pesquisas, devido a sua complexidade, relevância e discordância entre os autores estudiosos do assunto.

Martins (2002, p. 115) define *goodwill*:

...é visto como o poder de atrair e manter clientes, freguesia, sem que tal atração e manutenção sejam forçadas por contratos. Envolve várias características subjetivas (tais como bom relacionamento entre vendedor e comprador, conforto oferecido pela entidade etc.), e algumas objetivas (melhores preços, produtos de alta qualidade, produtos diferenciados, boa localização geográfica da entidade etc.), que fazem com que os clientes sejam fiéis à entidade, proporcionando um fluxo constante de compras. Constitui algo que foi desenvolvido (e que está sempre em desenvolvimento) dentro da entidade, mas que é difícil de ser identificado e apontado objetivamente.

*Goodwill*, refere-se à atratividade e fidelidade entre produto e consumidor, de maneira voluntária e livre. Várias são as formas para se conquistar um cliente, mas em sua maioria, um tratamento diferenciado, qualidade do produto e preço, são vantagens altamente competitivas.

Iudícibus (2000, p. 211) contribui: “[...] excesso de preço pago pela compra de um empreendimento ou patrimônio sobre o valor de mercado de seus ativos líquidos”.

Difere tal conceituação, por haver valoração quantitativa, ou seja, a entidade terá *goodwill* se for vendida por preço superior ao seu valor de mercado.

Segundo George T. Walter (apud NEIVA 1999, p. 18), *goodwill* está relacionado com a capacidade de ganho da empresa:

Por definição, *goodwill* não possui significado contábil, a não ser quanto a uma capacidade de ganho acima do normal. Paga-se um preço por *goodwill* – um preço que se situa acima do valor dos outros ativos – porque lucros em excesso de um retorno normal sobre o investimento são antecipados. Em outras palavras, uma empresa é adquirida não para que se mantenha um grupo de ativos e sim com o objetivo de obter um fluxo de receita no futuro. Se o fluxo de rendimento esperado é uma soma normal ou possui uma taxa normal, nenhum pagamento é feito pelo *goodwill*. Se o fluxo de rendimento esperado é em excesso em relação aos rendimentos normais, provavelmente um valor será pago pelo *goodwill*. Então pode-se dizer que o pagamento por um fluxo esperado de rendimento em excesso, com relação a um retorno normal, é um pagamento pelo *goodwill*, e que o pagamento por um fluxo esperado de rendimento igual a um retorno normal é o pagamento por outros ativos.

A entidade é avaliada conforme sua capacidade de fornecer um fluxo de receita futura. Se este fluxo de rendimento presumido for superior aos rendimentos normais, logo, haverá pagamento por *goodwill*.

Com esta significação, o *goodwill* denota habilidades e capacidades da entidade e de elementos de variadas naturezas, transpondo por habilidades comerciais, manufatureiras, de *marketing*, dos funcionários da entidade, dos administradores da entidade, da localização geográfica da entidade, entre outras.

Colley (1988, p. 35 apud MARTINS 2002, p. 118), mantém:

A [...] opinião de que o *goodwill* representa uma capacidade superior de gerar receita. Um valor é pago em excesso ao valor de mercado dos ativos líquidos adquiridos... porque lucros em excesso em relação ao retorno normal destes ativos líquidos são antecipados.

Conclui-se que o *goodwill* é uma qualidade da empresa em crescer, prosperar e criar receitas à longo prazo.

Colley e Volkan (1988 apud MARTINS 2002, p. 113), listam alguns elementos que podem formar o *goodwill*, a saber:

a. Lista de clientes; b. Custos organizacionais; c. Custos de desenvolvimento; d. Marcas de comércio, marcas de fantasia (marcas em geral); e. Processos e fórmulas secretas; f. Patentes (quando não registradas por seu custo); g. Direitos autorais; h. Licenças; i. Direitos de franquias; j. Poder de ganhos superiores entre outros.

Vantagens competitivas, tornam a entidade cada vez mais habilitada a gerar receitas e a acrescentar em seu valor econômico. A organização que possuir marcas, fórmulas de produtos, patentes, franquias, clientes fidelizados, será considerada de maior valia.

Ítems como *know-how*, propaganda eficiente, localização geográfica estratégica, habilidade administrativa fora dos padrões comuns, treinamento eficiente dos empregados, condições monopolísticas e etc., são os exemplos mais comuns de que genericamente se conhece por *goodwill*. Todos esses representam elementos que têm valor econômico. Mas a contabilidade, segundo seus Princípios de Custo, Objetividade e Conservadorismo, tem preferido o seu não reconhecimento; proposto por (BASSAN, 2004).

As proposições sugerem o *goodwill* reconhecido nas organizações. E o que se deseja alcançar com estas concepções, é a valoração das mesmas, porém a Contabilidade com seus princípios e postulados nega esta condição.

Segundo Schmidt e Santos (2002, p. 42), a natureza do *goodwill*, está associada a outros intangíveis não identificáveis, mas, relacionam-se alguns aspectos e condições que auxiliam no seu surgimento:

- *Know-how*;
- Propaganda eficiente;
- Localização geográfica;
- Habilidade administrativa fora dos padrões comuns;
- Treinamento eficiente dos empregados;
- Relações públicas favoráveis;
- Legislação favorável;
- Crédito proeminente;
- Condições monopolísticas;
- Processos secretos de fabricação;
- Fraqueza na administração dos concorrentes;
- Clientela estabelecida, tradicional e contínua;
- Prestígio e renome do negócio;
- Tecnologia de ponta;
- Boas relações com empregados;
- Associação favorável com outras companhias.

Esses fatores possuem valor econômico e são conhecidos por *goodwill*. Mas, pela falta de tangibilidade, dificuldade de mensuração, discordância quanto a função de cada um,

subjetividade, ausência de custo, significado e conceituação de *goodwill*, não está sendo realizado o registro pela contabilidade.

Hendriksen (1992, p. 637 apud MARTINS 2002, p. 117) ainda enfatiza que “em termos mais gerais, dada a falta de usos alternativos para o *goodwill*, sua falta de separabilidade e a incerteza associada a seus benefícios, pode-se razoavelmente questionar se deve sequer ser reconhecido”.

Não há como utilizar-se dos benefícios do *goodwill* isoladamente, devido caracterizar-se como um ativo residual. Por conseguinte, o *goodwill* é inseparável de outros ativos, e terá identificação econômica, quando utilizado em conjunto com outros ativos.

Adita Hendriksen (1992, p. 637 apud MARTINS 2002, p. 116), que “o principal exemplo de um intangível que não possui usos alternativos, não é separável, e cujos benefícios são muito incertos, é o *goodwill*”.

O *goodwill* se caracteriza por ser um intangível que não possui usos alternativos, seus benefícios são incertos e representa vantagens que não são especificamente identificáveis.

Com base, em suas características, discute-se o reconhecimento do *goodwill*.

Martins (2002, p. 117) acrescenta:

Principalmente por causa dessas características do *goodwill* (falta de usos alternativos e falta de separabilidade) ele se apresenta como item relativamente complexo para ser definido, para ser mensurado (principalmente quando não adquirido de terceiros) e para ser reconhecido contabilmente, quando não objeto de transação entre partes. Isso gera grandes discórdias entre os contadores (em termos mundiais) sobre como ele deve ser tratado, se ele efetivamente é ativo, e como (e se) deve ser contabilizado e/ou amortizado.

A falta de concordância entre os contadores, de vários países, sobre como contabilizar, tratar, definir, amortizar o *goodwill*, e até se realmente deve ser considerado como ativo, é a grande incógnita desta ciência, a Contabilidade.

Outro aspecto contábil, conforme Eliseu Martins (apud Bassan, 2002 p.36):

...a contabilidade tem notado a existência do *goodwill* quando da presença dos chamados super-lucros. Mas, na prática, só o tem reconhecido quando uma entidade adquire parte ou a totalidade de uma outra. E isso sucede em inúmeras situações, sendo as seguintes os três principais:

- Quando uma pessoa adquire parte de uma empresa, pagando um valor superior ao que seria o valor contábil;



- Quando uma entidade adquire ativos de uma outra, pagando pelo total um valor superior à soma dos valores individuais (de mercado) de cada um dos seus elementos do ativo;
- Quando uma entidade adquire uma parte ou o todo do Patrimônio Líquido de uma outra, e essa aquisição é feita por um valor superior a diferença entre a soma dos valores individuais dos elementos do Ativo Contábil e a soma dos valores individuais dos do passivo.

Por deferência, super-lucros são considerados a partir do pagamento por preço superior aos valores contábeis, quando da compra de parte dos ativos ou todo o patrimônio de uma organização.

Uma particularidade de grande relevância do *goodwill*, é a capacidade da entidade que a possui, de auferir taxas de retorno superiores às de mercado. Essa possibilidade ocorre, quando os lucros obtidos, remuneram os custos operacionais da entidade, remuneram o custo do capital de terceiros e excedem a remuneração do custo do capital próprio. Por conseguinte, as taxas superiores de retorno estão relacionadas às capacidades de geração de valor econômico. Logo, quando um preço é pago para sua aquisição, ao *goodwill* pode ser concedida a característica dos “super-lucros”, proposto por (MARTINS 2002).

Obter lucros que recobrem os custos operacionais, o custo de capital próprio e de terceiros, dá origem ao liame entre os super-lucros e as taxas retorno superiores as de mercado.

Para Neiva (1999, p. 22), algumas das características que diferenciam o *goodwill* dos outros ativos da empresa, podem ser identificadas:

1. O valor do “*goodwill*” não pode ser relacionado aos custos que possam ter sido incorridos para sua criação;
2. Fatores intangíveis individuais, que podem contribuir para a formação do “*goodwill*”, não podem ser avaliados;
3. O “*goodwill*” pertence a empresa como um todo e, portanto, não existe como um valor separado dos outros ativos. É uma parte inseparável da empresa, não podendo ser vendido separadamente;
4. O valor do “*goodwill*” pode e deve flutuar por causa dos inúmeros fatores que influenciam seu valor;
5. O “*goodwill*” não é utilizado ou consumido na produção de rendimentos;
6. O “*goodwill*” é um elemento de valor que pertence ao investidor ou proprietário de uma empresa.

Conforme o autor, o *goodwill* sofre variações devido aos fatores que compõem seu valor, assim como, outros intangíveis, que contribuíram de alguma forma para a constituição do *goodwill*, não poderão ser co-avaliados.

Contribui Martins (2002, p. 120):

...resumir (não exaustivamente) em alguns itens os motivos principais (decorrentes da complexidade do *goodwill*) que possivelmente são as causas das discórdias de tratamento para o *goodwill* adquirido ( e muito mais para o não adquirido):

- A identificação em separado dos benefícios a serem produzidos pelo *goodwill* é muito difícil, pois geralmente decorre de sinergias entre a entidade adquirida e a adquirente.
- Decorre do item anterior a estimativa da vida útil econômica do *goodwill*. Da mesma maneira que os fluxos futuros específicos do *goodwill* são de difícil determinação, a vida útil econômica, que seria o período temporal de incorrência dos benefícios esperados, também fica prejudicada.
- Numa aquisição de uma empresa as premissas utilizadas para a determinação do valor a ser pago na transação são de conhecimento único da administração da compradora. Esse fato pode implicar em problemas quanto à validade econômica do valor pago, pois se outras entidades (e principalmente o mercado de capitais) tiverem premissas diferentes, muito possivelmente o valor estimado, para a empresa comprada, por essas outras entidades (e pelo mercado de capitais) pode ser diferente. Se no caso o consenso extra-entidade adquirente for de que o valor pago foi muito alto, a resposta num mercado eficiente de capitais pode ser a queda imediata dos preços das ações da entidade adquirente (expectativas futuras de destruição de riqueza da entidade adquirente).
- Esses e outros motivos podem implicar no não reconhecimento contábil do *goodwill* (não capitalização de parcela do valor de aquisição), lançando-o diretamente contra o patrimônio da entidade adquirente.
- Outros efeitos, tais como alterações de índices de retorno de ativos e de estrutura de capital das entidades adquirentes, também podem implicar em tendências de tratamentos contábeis diferenciados do *goodwill* entre diferentes entidades e países.

*Goodwill* apresenta-se como sendo aviamento. E é definido como o bem intangível do ativo que demonstra o prestígio de uma organização, ou a probabilidade de que seus clientes retornem, em resultado de bons serviços ou produtos.

O *goodwill* reproduz a divergência entre um negócio estabelecido bem sucedido e um que ainda deverá se estabelecer e alcançar sucesso. O preço que um adquirente está disposto a pagar pelo *goodwill*, é o preço que ele está preparado a pagar pela superação nos processos, operacional, financeiro, contábil, econômico, industrial, comercial, e a consolidação de demais processos afins, perante seu antecessor.

Segundo Edwards e Bell (apud BASSAN 20024 p. 39), sustentam que a avaliação do *goodwill* deve ser em: “o *goodwill* objetivo e o *goodwill* subjetivo. Aduzem que o *goodwill* objetivo é a diferença entre o valor de mercado da empresa em seu todo e a soma dos valores de mercado de seus ativos considerados individualmente. O *goodwill* subjetivo é a diferença entre os benefícios futuros que a empresa pretende obter de seus ativos e a soma dos valores de mercado de seus ativos considerados individualmente”.

Em consideração, ao exposto, ocorre o *goodwill* subjetivo, como a distinção entre os resultados futuros pretendidos e a quantia isoladamente, dos valores de mercado dos ativos da organização. Decorre que, o preço apropriado de venda do *goodwill*, será o equilíbrio entre a transferência de uma renda igual aos futuros lucros de qualquer negócio; mas, o fator mais complexo, é o seu cálculo exato.

Corroborando Canning ( 1929, p. 38 apud SCHMIDT; SANTOS 2002, p. 36):

Contadores, escritores de contabilidade, economistas, engenheiros e os tribunais, todos eles tem tentado definir *Goodwill*, discutir a sua natureza e propor formas de mensurá-lo. A mais surpreendente característica dessa imensa quantidade de estudos é o número e variedade de desacordos alcançados.

A definição de *goodwill*, sua natureza, sua característica de ser inseparável do negócio e o seu tratamento contábil, são os objetivos de estudo mais problemáticos e discutidos atualmente.

A consequência da inexistência de um conceito definitivo sobre o *goodwill*, ou mesmo o desconhecimento da natureza do *goodwill*, pode ser sentida nas palavras de vários autores consultados.

### 2.2.1 Identificação e avaliação do *goodwill*

Habitualmente, o *goodwill* é o ativo de tratamento mais complexo, pois necessita de muitas das características associadas a ativos, assim como identificabilidade e separabilidade.

Em conformidade com Martins ( 2000, p. 129 apud MARTINS 2002, p. 120):

O dimensionamento do *goodwill* permite a conciliação entre os valores global e dos itens individuais do patrimônio de uma entidade. Essa característica é tida como muito importante no que se refere à identificação das expectativas de geração de riqueza. Talvez, essa seja a informação mais desejada hoje pelos proprietários, gestores e usuários externos das demonstrações contábeis (principalmente investidores).

A característica mais importante para a identificação de benefícios futuros, conforme o autor, é a informação entre os valores individuais e os globais dos itens do patrimônio de uma organização.

Acrescenta Johnson e Petrone ( 1998, p. 294 apud MARTINS 2002, p. 122):

Atualmente pode-se abordar o *goodwill* adquirido sob duas perspectivas. A primeira, intitulada de *top-down*, ou de cima para baixo, aborda um investimento como um ativo total, sendo que vários sub-ativos o compõem, e dentre eles o *goodwill*. (“O ativo maior é separado em suas partes constituintes e, depois que os diferentes ativos líquidos identificáveis são registrados, o resto é atribuído ao *goodwill*. Conseqüentemente, *goodwill* é o que ‘sobra’ [...]”).

A avaliação do *goodwill* é realizada, determinando-se a diferença entre o valor da empresa como um todo (avaliada com base nos modelos que implícita ou explicitamente levam em conta a capacidade de geração de recursos futuros) e a soma dos valores dos ativos individualizados; contribui (Neiva, 1999).

A indecisão relativa aos proveitos em consequência do *goodwill*, também faz parte das características do *goodwill*. Normalmente, as vantagens futuras decorrentes do *goodwill* são mais difíceis de serem identificadas, tornando-as mais indistintas do que os proveitos associados a outros ativos. Conclui-se que o *goodwill* é precificado em conjunto com outros ativos, e quase nunca em separado.

Argumenta Martins ( 2002, p. 128):

É o valor intrínseco da entidade decorrente do (bom) uso dos seus ativos. É o *goodwill* genuíno, gerado internamente, derivado (ou consequência) de todos os tipos de sinergias próprias da entidade (administrativas, financeiras, comerciais, de recursos humanos etc.), decorrente da qualidade administrativa, da qualidade dos produtos ou serviços, da fidelidade da clientela, e diversos outros fatores.

O *goodwill* é a mais valia da entidade, em decorrência dos seus processos administrativos, financeiros, comerciais, recursos humanos, entre outros, serem produtivos, de resultados elevados e que agregam vantagens competitivas.

Em conformidade com Johnson e Petrone (apud MARTINS 2002, p. 128): “A capitalização de mercado da empresa, quando não estiver ‘em jogo’ como alvo de aquisição, pode ser um ponto de partida para a determinação desse preço”.

A valoração do *goodwill* se configura quando interesses de compra e venda de empresas ocorrem para formar parcerias ou desestabilizar concorrentes.

Colley e Volkan (1988, p. 55 apud MARTINS 2002, p. 132), inferem:

... *goodwill* pode ser considerado como o valor presente de lucros antecipados em excesso descontados ao longo de um determinado número de anos. O período de desconto refletirá a vida ou duração estimada da(s) razão(ões) subjacente(s) aos retornos em excesso...

Portanto, o *goodwill* é o valor pago atualmente aos lucros futuros, conforme estimativa de duração da entidade em negociação.

De acordo, com Fenton, Van Alst e Isaacs (1991, p. 605 apud MARTINS 2002, p. 132), o *goodwill* é passível de ser mensurado isoladamente do valor dos ativos da organização: “A [...] abordagem é avaliar o *goodwill* separadamente sem considerar o valor dos ativos”.

Em conformidade como os autores, o *goodwill* deverá ser analisado de forma isolada para que não haja suscetibilidade com os demais ativos da entidade.

Os principais enfoques para sua avaliação, conforme Bassan (2004, p. 47):

- Por meio da avaliação de atitudes favoráveis em relação à empresa.
- Por meio do valor presente da diferença positiva entre lucros futuros esperados e o retorno considerado normal sobre o investimento total, não incluindo *goodwill*.
- Por meio de uma conta geral de avaliação – a diferença entre o valor da empresa em sua totalidade e as avaliações de seus ativos líquidos tangíveis e intangíveis individuais.

Quando uma organização não está em processo de aquisição, e também não pretende adquirir outra, e suas ações preferenciais e ordinárias, negociadas em bolsa, o seu valor de mercado pode ser uma aproximação do valor econômico.

O *fair value* (valor econômico) das sinergias, em descendência da aquisição de organizações já existentes (*combination goodwill*), relata que, posteriormente a aquisição, havendo sinergias positivas, as mesmas estarão refletidas no preço de aquisição. Ou seja, o *going concern goodwill*, traduzindo, *goodwill* da continuidade, é a bem sucedida combinação ou consolidação dos negócios da adquirente e da adquirida. É o *going concern goodwill* mais o *fair value*, em consequência das sinergias da utilidade conjunta dos ativos da empresa compradora e da empresa comprada, proposto por (MARTINS, 2002).

Em explanação, em fusões e incorporações de empresas, após a obtenção dos bens patrimoniais da adquirida, e as adequadas adaptações à nova condição, ocorre um estado de

alavancagem em todas as áreas da empresa, quando da boa assimilação de ambas. Por conseguinte, agregará valoração econômica ao recém formado *goodwill*.

Aditam Colley e Volkan ( 1988, p. 39 apud MARTINS 2002, p. 141):

Mesmo que se assumam que os fatores e elementos subjacentes ao *goodwill* possam ser identificados e medidas objetivas das suas vidas úteis estejam disponíveis, sua existência continuada é sujeita a sérias restrições. Por exemplo, num ambiente competitivo, qualquer vantagem mantida por uma empresa por causa da sua reputação e relações com seus clientes deve ser regenerada por novos esforços e dispêndios.

Ocorre que, as organizações dispendem cada vez mais em esforços para manter a melhor relação possível com seus clientes e possíveis consumidores, para manter ou elevar o valor do seu *goodwill*. Entretanto, para o *goodwill*, a vida útil é praticamente irresoluta, isto é, uma vida útil econômica não limitada.

### 2.2.2 *Goodwill* não adquirido

O pagamento por *goodwill*, já o caracteriza-o, pois se houve pagamento por ele, denota que já existia antes de ser comprado. O pagamento é a validação, a concretização de sua existência. “Antes de haver o *goodwill* adquirido, há o *goodwill* não adquirido, gerado internamente e não registrado contabilmente”, conforme Bassan (2004, p. 33).

De acordo com Martins (2002, p. 144) “devido à subjetividade inerente à sua avaliação, a mensuração do *goodwill* não adquirido fica prejudicada, pelo fato desse ativo não ter uma transação objetiva que identifique o seu valor”.

O *goodwill* não adquirido não é registrado contabilmente, por dificilmente deferir aos critérios de reconhecimento contábil de ativos.

Segundo Schmidt e Santos (2002, p. 51), as principais dificuldades na avaliação do *goodwill* subjetivo são:

- A projeção do lucro ou do fluxo de caixa futuro;
- As dificuldades encontradas na definição da taxa a ser utilizada;
- Os problemas relacionados à definição do horizonte.

De acordo com a referência, a situação crítica quanto à avaliação do *goodwill*, cita a expectativa de lucros futuros, a indeterminação na taxa a ser empregada e as demais omissões decorrentes de uma situação que está por vir.

O *goodwill* subjetivo pode ser definido, segundo Iudícibus (1997, p. 205 apud SCHMIDT; SANTOS 2002, p.51):

... como a diferença entre o valor subjetivo da entidade em determinado momento e o valor da aquisição dos ativos, ou também como a capacidade de a entidade gerar lucros que superem o custo de oportunidade baseado no investimento inicial avaliado a valores de realização.

“Também conhecido como *goodwill* subjetivo, que trata-se da diferença entre o valor presente dos fluxos futuros de caixa menos o valor de mercado dos ativos e passivos” (BASSAN, 2004, p. 40).

Em condição, ao *goodwill* propriamente dito, e a definição do *goodwill* não adquirido, remete-se também à geração de lucros futuros, como sendo a mais valia de uma organização.

MARTINS (2002, p. 146) adita:

Se fosse contabilizado o *goodwill* não adquirido, esta informação seria de grande importância para todos os usuários da informação contábil, fundamentalmente para investidores. Contudo, devido à dificuldade de mensuração desse ativo, a confiabilidade da sua informação contábil estaria prejudicada.

Em outra conjuntura, em que o *goodwill* não adquirido poderia ser contabilizado, ocasionaria proeminentes dados à cerca de uma empresa para possíveis investidores e todos os usuários das informações contábeis.

Bassan (2004) descreve que a irrealidade dos demonstrativos, especialmente os balanços hodiernos, em que deveriam divulgar todos os ativos responsáveis, pelo desempenho da entidade, tornam mais subjetivas às informações (quicá) as mais preeminentes da entidade. A não realização desse tratamento contábil, faz com que ativos relevantes continuem recônditos, diminuindo o valor dos balanços como fonte de informação para os usuários externos.

Embora, ocorra a inexistência das informações do *goodwill* não adquirido nas demonstrações financeiras atuais, as organizações podem mensurá-las e registrá-las de

maneira gerencial, para conseqüentemente, tomarem posições mais precisas e assim encontrar a realidade econômica deste ativo intangível.

Como a avaliação do valor, ocorre apenas pela análise do mercado, reforça a impossibilidade de registro contábil do *goodwill* não adquirido.

### 2.2.3 Marcas empresariais

Hodiernamente, no mercado global, percebe-se grande importância dada às marcas pelas pessoas, pelos clientes fidelizados, pelos futuros consumidores, pelos acionistas, pelos colaboradores, pelos concorrentes das organizações detentoras desse intangível.

A atitude de comprar produtos, leva além da realização por uma necessidade física, também a uma satisfação psíquica por adquirir determinada marca. E é esta satisfação psicológica que torna as marcas cada vez mais promissoras e potentes perante seus concorrentes.

Define-se então, que as organizações hoje, são melhores concorrentes e economicamente mais vantajosas, não pelo patrimônio que possuem, mas pela marca que seus produtos e serviços são reputados no mercado.

#### 2.2.3.1 Marcas: conceito, avaliação e mensuração

Conforme citado no capítulo 2.2.1. “Classificação de intangíveis”, verificou-se que o atributo ‘marcas’, foi identificado pela maioria dos autores consultados, como sendo o ativo intangível de maior relevância na construção de valor nas organizações. Verificou-se também, que devido a empresa estudada ser uma líder de mercado, principalmente, as marcas com as quais ela trabalha, terem preferência pelos consumidores; associa-se maior liame entre o *goodwill* avaliado e as marcas pertencentes a organização pesquisada neste estudo de caso.

Marca ou nome de produto é a palavra, frase ou símbolo que diferencia ou identifica uma organização ou produto particular, proposto por (SCHMIDT; SANTOS, 2002).



Furrier (2004) adita:

“Uma marca, segundo a definição da AMA (American Marketing Association) é: ‘um nome, termo, sinal, símbolo ou desenho, ou uma combinação deles, com o objetivo de identificar bens ou serviços de um vendedor ou grupo e diferenciá-los da concorrência’. Uma vez que as marcas residem, do ponto de vista de sua significação, na mente dos potenciais clientes, seu emprego é praticamente ilimitado. Qualquer item, animado ou não, que possa diferenciar-se em alguma dimensão, poderá dar origem a uma marca”.

Em consideração ao exposto, uma marca é uma simbologia utilizada para registrar um produto ou serviço com suas características, suas qualidades, sua imagem, como um diferencial aos demais concorrentes.

Schmidt e Santos (2002) descrevem que marcas ou nomes de produtos, como Coca-Cola, Marlboro, IBM, Mc Donald's, Disney, Sony, Kodak, Nike, entre outros, criam imediatamente um reconhecimento com o produto, na mente dos consumidores, assim, aumentando a possibilidade de venda.

As marcas são percebidas pelos consumidores e automaticamente associadas às boas ou más sensações. Se a marca tem um bom produto, estará entre as preferidas na hora da compra, independente de outros fatores.

Furrier (2004) expõe:

A marca é ao mesmo tempo uma entidade física e espiritual; ela dá sentido e define a identidade do produto/serviço no tempo e espaço. Isso significa que a marca extrapola os atributos físicos do produto e sua embalagem e incorpora conteúdos psíquicos na mente do consumidor. A posição que sua marca ocupa na mente do cliente pode ser seu maior diferencial competitivo sustentável.

Quanto aos aspectos subjetivos inerentes às marcas, eles têm grande relevância, principalmente, pelos aspectos da relação emocional existente entre o consumidor e o produto, em que a maior força da marca encontra-se nos laços emocionais mais fortes.

Conceitualmente por Schmidt e Santos (2002, p. 26):

São ativos que representam direitos específicos conferidos a alguém, de modo geral por um prazo determinado e renovável periodicamente, surgem em decorrência dos valores gastos com propaganda e incluem, além do nome comercial, símbolos, desenho e logotipos que são usados pela companhia isoladamente ou em conjunto com um produto particular.

Logo, uma boa marca, dependerá também dos investimentos realizados para sua divulgação e aperfeiçoamento.

Perrier e Trevillion (1999, p. 30 apud MILONE 2005, p. 36), conceituam o valor de uma marca como sendo determinado pelo: “[...] valor econômico de todos os direitos intelectuais proprietários capturados pela marca, em outras palavras, pela marca registrada, logotípiã, embalagem, receita e formulação ou mix de matérias primas”.

A marca é um conjunto de elementos, como logotipo, embalagem, receitas ou fórmulas específicas de certos produtos.

Conforme Milone (2004, p. 55):

O conceito de marcas empresariais envolve tanto qualidades objetivas quanto subjetivas. As qualidades objetivas são de fácil identificação e mensuração, analisados com maior precisão, como por exemplo, posição de mercado, margem de lucro, custos de manutenção, entre outros. E, os subjetivos, associados à imagem da marca, os quais dificultam a evidênciação e quantificação, mas têm relevância no cálculo do valor de uma marca.

Em relação, os elementos mais relevantes, são subjetivos como, lealdade à marca, que caracterizam a “força” da marca perante a concorrência. E os objetivos, como a qualidade das matérias-primas utilizadas no produto.

Kapferer (1991 apud MILONE, 2004) analisa que “uma marca possui uma personalidade que possa ser uma vantagem competitiva para a empresa que a controla”.

Uma marca para uma organização, é um diferencial, pois seus clientes estarão “dependentes” desta marca por prazo indeterminado.

Nunes e Haigh (2003 apud MILONE, 2004), afirmam que “empresas com marcas fortes, alcançaram performance no mercado acionário superior ao resultado conquistado pelas empresas sem marcas fortes e pela média do mercado, medido pelo índice de performance no mercado acionário norte-americano”.

Formighieri (2007) analisa que uma marca, toda empresa tem; mas a marca fixada, consolidada e lembrada, apenas algumas organizações possuem. E enfatiza, que fundamentalmente, torna-se mais relevante a competência para gerir às próprias marcas.

Para a organização, a marca pode ser a característica de evidênciação dos seus produtos/serviços, comparados com as outras ofertas de seus concorrentes. E para o consumidor, a marca pode significar a satisfação de um desejo interior.

Acrescenta Furrier (2004):

Do ponto de vista econômico, a marca facilita as transações, pois torna mais rápida a interpretação e processamento das informações pelo cliente em relação a determinada experiência com o produto, aciona ou não suas expectativas de confiança, identificação, ética, satisfação e auto-expressão, servindo como critério de redução de risco na decisão de compra.

Logo, a quantificação de uma marca, de produto/serviço, representa para os negócios de uma empresa, uma equação subjetiva, através de opiniões de administradores e consumidores, ou auferidas de forma mais objetiva, através de pesquisas qualitativas e/ou quantitativas. A mensuração do valor da marca poderá ser útil aos planejamentos estratégicos e competitivos da empresa, e também permitir análises quantitativas mais precisas, com foco econômico-financeiro assegura (MILONE, 2004).

Em outro relato, Kapferer (1991 apud MILONE, 2004), demonstra que as marcas possuem uma identidade, ou seja, detalhes que as definem – um símbolo interno como um DNA (código genético). Para que a avaliação seja correta e verdadeira, a possível identidade da marca deve responder a três exigências básicas: (i) ter um sentido de permanência, longevidade; (ii) ter coerência nos sinais que transmite; e, (iii) apresentar um realismo. Segundo o autor, toda marca possui características objetivas (FÍSICO) e subjetivas (PERSONALIDADE); ela se desenvolve em um contexto (CULTURA) que lhe dá substância e força na sua convivência com os consumidores (RELAÇÃO). Todavia, as marcas são percebidas de uma forma peculiar pelos consumidores (REFLEXO), ocorrendo sentimentos internos específicos (MENTALIZAÇÃO). Por conseguinte, o efeito conjunto destas seis dimensões que definem exatamente qual a identidade da marca.

Ultimamente, a identificação das qualidades que geram valor a uma marca, tem como objetivo, medir, quantitativamente, o valor que a marca possui e como esta informação servirá como fator auxiliar na administração dos negócios de uma organização.

Segundo Keller (2000 apud MILONE 2002, p. 32), há aspectos que determinam a qualidade de uma marca. Para o autor, são dez (10) características primordiais encontradas nas marcas mais bem sucedidas no mercado global. Estes aspectos são:

1. A marca é capaz de entregar os benefícios realmente desejados pelos consumidores.
2. A marca permanece relevante.

3. A estratégia de preço está baseada na percepção do valor da marca pelos consumidores.
4. A marca está corretamente posicionada.
5. A marca é consistente.
6. O portfólio da marca e a sua hierarquia fazem sentido.
7. A marca utiliza e coordena um completo repertório de atividades de marketing para criar valor.
8. Os administradores da marca compreendem o que a marca significa para seu consumidor.
9. A marca recebe o suporte necessário, que é sustentado no longo prazo.
10. A companhia monitora fontes de valor da marca.

Por essas designações, observa-se a potencialidade de uma marca, baseada em desenvolvimento de pesquisa, qualidade do produto, valorização da marca e do produto que torna-se responsável em divulgá-la, a precificação conforme expectativa pela marca, e talvez a mais importante, a permanência de uma marca no mercado.

De acordo com Barth et al (1998 apud MILONE, 2002), constataram que o valor da marca reflete informações seguras para serem incorporadas aos retornos e preços de mercado. Por teste estatístico, foi comprovado que o valor das marcas tem correlação com o retorno de mercado e preço das ações, e que os indicadores, participação de mercado, margem operacional da marca e gastos de publicidade, têm forte influência nos resultados.

Conseqüentemente, as empresas conseguem realçar seus fluxos de caixa com seus produtos ou serviços, às marcas cujas imagens sejam fortes e de grande visualização.

Nas normas brasileiras, marcas são consideradas no ativo imobilizado, conforme o art. 179, inciso IV, segunda parte, e amortizadas de acordo com a perda do valor do capital investido na aquisição desses direitos, conforme o art. 183, inciso 2º, alínea b, da Lei das Sociedades por Ações por (SCHMIDT; SANTOS 2002).

Keller, Marshall e Na (1999 apud MILONE, 2002) acrescentam que o reconhecimento da marca, pelo consumidor, é fundamental para que a mesma tenha um valor significativo no mercado. Este reconhecimento ocorre pela imagem que esta marca tem e pela maneira como o consumidor percebe a mesma. Por percepção, o autor quer dizer a habilidade do consumidor em reconhecer a marca entre outras opções e sua capacidade em lembrar-se da mesma. Por conseguinte, quando uma marca obtém resposta positiva dos consumidores, aumentam as possibilidades de gerar receitas adicionais, despesas menores e, margens de lucro mais elevadas.

Em análise, uma marca com qualidade e consolidada no mercado, torna-se uma “garantia” de geração de receitas e aumento nos lucros.

A importância da definição de valor de marca ocorre por sua influência na performance de uma entidade no mercado. Contrariamente, uma visualização negativa de marca irá prejudicar o desempenho da empresa. Como exemplo recente, temos a empresa Parmalat, que apesar dos diversos problemas ocasionados por má gestão, por possuir uma marca forte no mercado, está em processo de “renascimento” e reestruturação, produzindo e retomando sua posição no mercado. Então, a análise do valor de marca pode ser muito útil quanto às estratégias de mercado das entidades.

Cabe enfatizar, que a percepção dos consumidores prestigiando os atributos das marcas, é considerada uma capacidade de gerar valor e influenciar a performance da empresa, além de ser um dos fatores mais importantes para agregar valor econômico às organizações. Em síntese, alto reconhecimento da marca pelos consumidores, aumenta a preferência dos mesmos na hora da compra.

## 2.4 Avaliação de empresas

Nos dias atuais, existem empresas que não precisam pagar aluguel, nem muitos funcionários para manter seu processo produtivo, altas despesas com almoxarifado, energia elétrica e água, etc.. Isto ocorre, com o surgimento no mercado das empresas “pontocom”, em que a transação de venda é através da internet. O problema não é encontrá-las, pois digitando uma palavra em um buscador de sítios eletrônicos, em segundos ocorre o acesso virtual à empresa; o problema é, por quanto comprar, ou por quanto vender este tipo de empresa. E não apenas empresas desse ramo, mas também todas as demais, que atualmente possuem intangíveis superiores aos seus tangíveis patrimoniais.

Em conformidade com Neiva (1999, p. 11): “[...] determinar um parâmetro de preço para certa empresa, é extremamente útil nas negociações existentes nos processos de privatização, compra e venda, cisão, fusão e incorporação”.

Faz-se necessário precificar uma entidade não apenas por sua mensuração patrimonial, mas principalmente, pelos retornos futuros que ela pode proporcionar.

Neiva (1999, p. 11) adiciona:

... O peso que os técnicos em avaliação atribuem aos diversos fatores envolvidos no processo de avaliação, não é uniforme. Isto se deve a um problema de julgamento pessoal de cada avaliador que é influenciado pela experiência que este especialista acumula, bem como pelos motivos e objetivos da avaliação para o comprador ou vendedor.

Apesar da caracterização de fatores favoráveis e desfavoráveis à mensuração do valor econômico de empresas, não há padrão a ser seguido para o processo. Isto ocorre, devido a falta de imparcialidade, pois cada avaliador será influenciado por informações e suas próprias experiências.

Sá (2000, p. 39 apud NUNES 2003, p. 18) sustenta que:

O patrimônio imaterial das empresas é um resultado do aumento de funções do próprio capital material e dos agentes que sobre o mesmo atuam para dinamizá-lo e aumentar-lhe a capacidade de utilidade ou eficácia.

De acordo com Milone (2004, p. 21), “com a crescente sofisticação dos mercados e das organizações, verifica-se que grande parte do valor atribuível a uma entidade provém de parcelas intangíveis do seu negócio”.

As empresas tem um valor subavaliado, porém cada vez mais elevado devido as dimensões comerciais da intangibilidade.

Estrella (1992, p. 194 apud NUNES 2003, p. 17) cita:

Toda entidade mercantil, por menos que seja, terá sempre um conjunto de bens imateriais ou incorpóreos que se reduzem substancialmente a direitos de conteúdo patrimonial, encarados pelo prisma do titular comerciante, e, por esta consideração, expressivos de valor econômico.

Qualquer empresa será possuidora de intangíveis, conforme suas atividades, relações e postura comercial. Ela validará valor econômico respectivo, sua trajetória e fatores positivos.

Dentre as concepções de valor da empresa, de acordo com Neiva (1999, p. 12), destacam-se:

- a) Valor Patrimonial: o valor da empresa é determinado pelo somatório dos bens que constituem o patrimônio da empresa;
- b) Valor Econômico: o valor da empresa decorre do potencial de resultados futuros.

Como avaliações atualmente elaboradas, temos àquela em que os bens patrimoniais são em si o valor da empresa, e a valoração por potenciais benefícios futuros.

Neiva adita quanto à avaliação de empresas (1999, p. 12):

...A avaliação econômica dos benefícios futuros que a empresa pode gerar depende de um grande número de fatores que ainda apresentam dificuldades quanto à sua quantificação (risco de negócio, risco financeiro, taxa de capitalização, crescimento da empresa, etc).

Independentemente dos objetivos da avaliação da empresa, a mesma sofre influências de fatores importantes como a conjuntura econômica e sua tendência, a perspectiva de um setor econômico ou setores correlatos específicos, as condições do mercado de ações e as políticas fiscais do governo proposto por (NEIVA 1999).

A avaliação econômica de uma organização será influenciada por fatores de mensuração trabalhosa, pois ocorre dificuldade em identificar o crescimento da empresa, a quantidade pertinente a risco financeiro e do negócio em questão.

Segundo Neiva (1999, p. 15), os fatores específicos mais importantes na avaliação de uma entidade são:

- a) as perspectivas econômicas em geral e as condições e perspectivas específicas do setor, tendo como resultado a avaliação do potencial de lucro da empresa;
- b) a capacidade de pagamento de dividendos;
- c) a composição dos ativos líquidos;
- d) o preço de mercado das ações da empresa ou o preço médio das ações de companhias similares, negociadas no mercado de ações;
- e) a natureza do negócio e a história da empresa desde a sua fundação;
- f) o valor patrimonial da ação e a situação financeira do negócio;
- g) determinação do *goodwill* e de outros ativos intangíveis.

Nos devidos termos, a avaliação de uma entidade, tem como premissas, a verificação do preço de suas ações para quantificar a demanda pelas mesmas, assim como, o histórico do negócio, avaliando situações que a valorizem ou desvalorizem, também importante, a conjuntura financeira da empresa e a capacidade para quitação de dividendos, situações presentes e futuras tributárias e econômicas, e finalmente, a identificação do *goodwill*.

Conforme Damodaran (1997, p. 11 apud SCHMIDT; SANTOS 2005, p.04), entre a variedade de modelos de avaliação, estes possuem características em comum, que se classificam em:

- Avaliação relativa;
- Avaliação de direitos contingentes;
- Avaliação por fluxo de caixa descontado.

A avaliação relativa é realizada com a precificação de ativos comparáveis, em relação a uma variável comum, como lucros, vendas, fluxos de caixa ou valor contábil, proposto por (SCHMIDT; SANTOS, 2005).

A avaliação por direitos contingentes, refere-se à precificação de ativos em que seu valor depende de algum fator contingente. Esta designação, aplica-se a certos ativos financeiros que possuem características peculiares. Modelos matemáticos são utilizados para precificar estes ativos e, um dos mais difundidos é o de *Black e Scholes* cita (MILONE, 2004).

A avaliação por fluxo de caixa descontado (FCD), baseia-se na regra do valor do ativo ao valor presente dos fluxos futuros de caixa esperados em relação àquele ativo, proposto por (SCHMIDT; SANTOS, 2005).

Conforme Neiva (1999, p. 21), os fatores que influenciam a “capacidade de ganho da empresa, destacam-se entre uma relação de fatores positivos e condições vantajosas que uma entidade deverá possuir para elevar seu poder de ganho”:

1. administração superior;
2. eficiente administração ou organização de venda;
3. ineficiência administrativa dos competidores;
4. processo industrial secreto;
5. boas relações de trabalho;
6. crédito bancário eficiente, resultante de uma boa reputação;
7. treinamento e aperfeiçoamento do pessoal;
8. favorável associação com outras empresas;
9. ponto (localização) estratégico;
10. descoberta de talentos ou recursos;
11. política tributária favorável;
12. intervenção governamental favorável.



Vantagens competitivas como localização estratégica, colaboradores capacitados, procedimentos próprios de trabalho, sigilos empresariais, administração competente, são bons influxos que destacam a valoração na avaliação da entidade.

Neiva (1999, p. 15) também expõe:

...A importância das condições econômicas gerais e as perspectivas do setor a que pertence à empresa, no processo de avaliação, são fatores que não podem ser esquecidos. Enfatiza-se a necessidade de se compreender como a empresa está progredindo em relação a seus concorrentes e qual a sua capacidade de competição com as indústrias que fornecem produtos similares ou substitutos.

Quando uma organização predomina às concorrentes, observa-se uma referência de que está possui maior geração de caixa, maior lucratividade, maior domínio sobre o mercado a que compete.

Martins (2001 apud ROSA, 2005) reflete que, na avaliação de uma entidade, o objetivo é estimar um valor justo de mercado que representa, de forma equilibrada, a potencialidade econômica de determinada organização. Referindo-se que o preço do negócio, dependerá das expectativas dos compradores e vendedores, não existindo um valor correto para o negócio, pois considera as perspectivas dos interessados.

Damodaram (2002, p. 02 apud ROSA 2005, p. 19) alerta que:

A avaliação não é uma ciência exata, na busca objetiva pelo valor verdadeiro que os idealistas gostariam. Os modelos utilizados no processo de avaliação podem ser quantitativos, porém os dados de entrada deixam margem para inferirmos julgamentos subjetivos. Assim, o resultado final encontrado através da aplicação desses modelos sofre o efeito de tendências antes da avaliação. Há duas formas de se reduzir as preconcepções no processo. A primeira é evitar que se assumam posições públicas fortes referente ao valor de uma empresa antes que o processo esteja completo. A segunda, é minimizar o interesse em relação se a empresa está sub ou superavaliada, antes da valoração da empresa.

A avaliação de empresas é uma ciência imperfeita, embora esteja sendo estudada e aprimorada para tal qualificação. Os atuais métodos são quantitativos, mas não mensuram todas as possibilidades futuras. A tendenciosidade influe sobre o cálculo do processo de avaliação, pois ocorrem preconcepções de determinados indicadores.

Falcini (1995, p. 17 apud ROSA 2005, p. 19) destaca:

No que diz respeito à avaliação da utilidade objetiva ou intrínseca de um empreendimento, definidas as técnicas e as informações, tal avaliação não deveria

apresentar maiores dificuldades, pois suas bases estarão sempre assentadas na realidade dos números e das cifras. Já a avaliação de uma utilidade subjetiva, na maioria das vezes, não é possível, visto que tal tipo de utilidade decorre dos desejos e interesses, não só econômicos, de possuir certos bens; tais desejos e interesses, neste caso, são função de fatores contraditórios, aleatórios e, muitas vezes, pessoais e, portanto, na maior parte dos casos não são traduzíveis para números com perfeição.

Ocorre certa tolerância quanto a determinação de valor de uma entidade, devido alguns dados serem eventuais, mesmo havendo a avaliação por técnicas pertinentes, sempre haverá informações subjetivas.

Quanto à exatidão de valor da empresa, através de uma avaliação, Damodaran (1997 apud ROSA, 2005), esclarece que, mesmo em uma análise baseada em critérios consistentes, detalhada e minuciosa, aparecerão dúvidas e incertezas quanto ao resultado, devido os pressupostos que são empregados quanto ao futuro da empresa e economia. A incerteza numa avaliação, ocorre devido os fluxos de caixa e taxas de descontos que são estimados com erros. Há a necessidade de se considerar determinada margem de erros ao fazer recomendações baseadas em avaliação.

Embora existam diferentes métodos para uma avaliação, ela surge sempre da perspectiva do avaliador e pode gerar resultados diversos. A avaliação do valor de uma empresa, é relevante, e difícil de ser concretizada, devido a complexidade do mercado atual e a subjetividade inerente ao processo.

Nesse contexto, o Boletim IOB – Temática Contábil e Balanços (9/96, p. 84 apud ROSA 2005, p. 20) cita como fatores de incertezas:

1. Econômicos: recessão, crescimento, inflação, taxa de juros, etc;
2. Políticos: estabilidade, presença e interferência do Estado, leis. Etc;
3. Sociais: mudanças de comportamento dos consumidores;
4. Tecnológicos: inovações de produção, automatização, robotização, etc;
5. Concorrência: mercado global, monopólios, oligopólios, etc;
6. Pesquisa e desenvolvimento: aperfeiçoamento profissional, laboratórios de pesquisa;
7. Instalações: localização, idade dos equipamentos, etc;
8. Mão de obra: especialização, influência sindical, etc;
9. Contratos: dependências de clientes, dependência de fornecedores;
10. Terceirização, endividamento, aplicações, etc.

Várias são as influências que uma organização sofre em sua trajetória, divididas em previsíveis e imprevisíveis, para todas deverá haver certo planejamento e adaptações para que uma empresa possa agir em continuidade.

Neiva (1999, p. 14) argumenta:

...Fatores econômicos de efeito imediato incluem os tributos federais e a política monetária do governo. Como exemplos, temos: a taxação dos ganhos de capital, a fixação de limites para efeito de depreciação e a redução ou aumento do imposto de renda para as pessoas físicas e para as empresas.

A tributação, a depreciação dos ativos e as taxas imbuídas sobre financiamentos, são determinantes para o prosseguimento salutar dos negócios empresariais, principalmente, se estes não estiverem à proporções elevadas.

Martins (2001, p. 268 apud ROSA 2005, p. 25) classifica as técnicas de avaliação:

1. Técnicas comparativas de mercado: determinação do valor da empresa através de comparação com empresas similares negociadas no mercado;
2. Técnicas baseadas em ativos e passivos contábeis ajustáveis: visam determinar o valor econômico da empresa atualizando os itens evidenciados nas demonstrações contábeis para o valor de mercado;
3. Técnicas baseadas no desconto de fluxos futuros de benefícios: modelos que partem do pressuposto de que o valor do empreendimento deve ser auferido em relação à sua potencialidade de geração de riqueza.

Existem vários modelos destinados a valoração econômica organizacional, conforme o objetivo da avaliação e as características próprias da entidade avaliada.

Dessa forma, as diversas técnicas de avaliação consideram vários fatores, por basearem-se em abordagens diferentes, objetivando analisar o valor de uma empresa da melhor forma possível.

Copeland, Koller e Murrin (2002 apud ROSA, 2005) citam que, para a avaliação de uma empresa, o primeiro passo é a análise de seu desempenho histórico. Esse entendimento, de forma correta sobre o desempenho passado da empresa, fornece base fundamental para o desenvolvimento e avaliação de previsões quanto ao desempenho futuro.

Por análise, na mensuração do valor econômico da entidade, há três componentes que tornam-se primordiais: fluxo de caixa, a taxa de crescimento e a taxa de desconto.

Neiva (1999, p. 15) contribui:

Como subsídio para a projeção de lucros futuros, recomenda-se uma revisão dos lucros passados, mediante a análise dos relatórios financeiros dos últimos cinco ou dez anos. Deve-se considerar, todavia, que os lucros mais recentes da empresa podem ser mais significativos para os propósitos mencionados.

E a avaliação, ocorre a princípio, com a utilização dos demonstrativos contábeis, em especial, a demonstração do resultado do exercício.

Os fatores para identificação da valoração das organizações, influem economicamente sobre a mesma, sendo que bons indicadores e histórico satisfatório, são precedentes de uma aprazível administração.

As súbitas modificações no mercado mundial, e a valorização de intangíveis ser considerada superior aos tangíveis, vem ocasionando silogismo, levando à ponderação que *goodwill* é um item patrimonial superior a momento atual, a sua própria mensuração.

## 2.5 Fluxo de caixa descontado

A análise por fluxo de caixa descontado, embasa-se no método do 'valor presente', em que, o valor de qualquer ativo é o valor dos fluxos de caixa futuros dele esperados, descontado por seu custo de oportunidade no tempo.

Alperowitch (1999, p. 24 apud TEIXEIRA 2006, p. 30) pronuncia que, “dez entre dez analistas utilizam o Fluxo de Caixa para saber o verdadeiro valor de uma empresa”.

Ressalta Teixeira (2006, p. 30) quanto, “a importância do fluxo de caixa, existem, várias e várias, pesquisas que fundamenta o valor do mesmo como medida financeira e econômica eficaz nos diferentes processos administrativos das empresas”.

A metodologia de análise econômica de empresas por fluxo de caixa descontado, foi utilizada por ser a mais indicada e apropriada, considerando os aspectos hodiernos e futuros de mercado, política, economia, tributação, globalização e intangibilidade, sendo que, fundamenta-se a pesquisa conforme os autores Schmidt e Santos propõem.

Neste sentido, Assaf Neto (2005 p. 598 apud ROSA 2005, p.30) cita que, “na avaliação econômica de empresas, o método de fluxo de caixa descontado (FCD) é o que representa o maior rigor técnico e conceitual para expressar o valor econômico”.

Em conformidade com as contribuições, a utilização do método de avaliação de empresas por fluxo de caixa, é hodiernamente o mais adequado, portanto, mais utilizado pelos especialistas em avaliações. Por este motivo, a presente pesquisa, foi desenvolvida.

Adita Monteiro ( 2003, p. 02):

Em finanças corporativas e em análises tradicionais de projetos, os modelos de fluxo de caixa descontado têm prevalecido como a estrutura básica para a grande maioria das análises de geração de valor para as empresas. A evolução da teoria de precificação de opções, contudo, adicionou às teorias e práticas usuais de finanças um novo conjunto de ferramentas necessárias para gerenciar e explorar o valor advindo da incerteza e da volatilidade, que ampliam os parâmetros da geração de valor ao acrescentarem os conceitos da flexibilidade gerencial.

O método de fluxo de caixa descontado tem predominado, devido melhor adaptabilidade às condições voláteis da economia, assim como flexibilização do método para a busca das taxas de crescimento.

De acordo com Martins (2001, p. 340) “o fator que efetivamente valida a figura do lucro, ao longo do tempo, é o Caixa”.

Além disso, a capacidade de geração de caixa é essencial para qualquer negócio, pois lucros não podem pagar contas, entretanto, o caixa sim proposto por (TEIXEIRA 2006).

Martins (1991, p. 05 apud MONTEIRO 2003, p. 30) cita ainda que, “o caixa é o elemento de validação do patrimônio e do lucro empresa, por isso nenhum ativo, passivo, receita e despesa, ganho ou perda deixa de, em algum momento, passar pelo caixa”.

De acordo com as contribuições, a valorização do caixa, ocorre devido o mesmo estar presente em todas as transações das empresas.

Nakao e Assaf Neto (2004, p. 57 apud MONTEIRO 2003, p. 32) dizem que:

O lucro estará corretamente mensurado se os seus componentes passarem pelo caixa em algum momento. [...] Sendo assim, a geração de caixa de um período corresponde a lucros já reconhecidos em períodos passados, no próprio período ou a serem reconhecidos em períodos futuros, o que significa que o caixa gerado também pode corresponder ao lucro.

Stancill (1987 apud TEIXEIRA 2006, p. 30), colabora em:

...o próprio pagamento dos lucros é diretamente dependente dos saldos de caixa da empresa. Por detrás dos interesses dos usuários, no que tange, a potencialidade de lucros de uma organização, está inserido o desejo de saber o quanto do lucro está sendo gerado em caixa.

A análise, valoriza a geração de caixa, devido sua capacidade de identificar o lucro após despesas descontadas do mesmo. Logo, o lucro torna-se reconhecido por períodos passados ou futuros, onde principiou no caixa.

Em conformidade com ROSA (2005), na determinação do valor econômico da empresa, três componentes são fundamentais para fins de avaliação: fluxo de caixa, horizonte de tempo e a taxa de desconto.

Para a valoração de uma empresa, torna-se necessário, informações sobre a taxa de desconto utilizada como medida de risco estimada, a perspectiva de tempo utilizada e o fluxo de caixa da entidade, como base para as projeções futuras.

Garrán (2006, p. 07) argumenta:

Em busca de se estimar tal valor, um dos métodos mais utilizados é o Fluxo de caixa descontado, método pelo qual o analista estima uma série de fluxos de caixa futuros a serem gerados pelo ativo avaliado e os desconta por uma taxa de juros, calculando o valor presente desses fluxos. As fontes de incerteza advindas do processo de avaliação pelo método do fluxo de caixa descontado se concentram na estimação da magnitude dos fluxos de caixa futuros e na taxa de desconto utilizada para transformar esses fluxos futuros em valor presente.

Monteiro (2003, p. 35) esclarece:

Todavia, assumiu-se até então um universo livre de riscos e incertezas no cálculo do valor presente líquido de alternativas de investimento. Esta suposição é claramente muito distante da realidade das decisões de investimento, e ressalta a necessidade de se incorporar o conceito de risco na análise de investimentos através dos métodos de fluxo de caixa descontado.

Ocorre que, a avaliação de uma empresa não é uma ciência perfeita. Avaliá-la, leva a compensação dos riscos com os benefícios, e mesmo assim, ocasionará certa margem de erro, até considerada aceitável.

Garrán (2006, p. 29) colabora:

A metodologia do fluxo de caixa descontado (DCF, do inglês *Discounted cash flow*) considera que o valor de um ativo é o somatório dos fluxos de caixa que esse ativo gerará durante sua vida útil, trazidos a valor presente por uma determinada taxa de desconto.

Rosa (2005, p. 30) contribui:

Os modelos que usam a metodologia do fluxo de caixa descontado partem da premissa que o valor da empresa é baseado na capacidade efetiva de geração de fluxos de caixa no futuro descontados a valor presente a uma taxa de retorno requerida pelo investidor, que reflita o risco associado ao fluxo.

A metodologia do fluxo de caixa descontado estima o valor econômico, na medida em que as empresas são vistas como geradoras de fluxos monetários à longo prazo, com avaliação do risco sobre o investimento.

Monteiro (2001, p.01) reafirma a importância do fluxo de caixa, assegurando que:

O Fluxo de Caixa resguarda, na sua simplicidade, capacidades essenciais para o sucesso na condução de atividade empresarial de qualquer porte, que permite: (a) apoiar o estudo para a previsão de falência; (b) analisar a relação lucro versus caixa; (c) avaliar os efeitos no caixa das transações de investimentos e financiamentos e (d) indicar as possibilidades futuras de liquidação de obrigações.

Destaca Marques e Braga (2003 apud TEIXEIRA 2006, p. 30):

Concretiza-se a sua importância, já que o fluxo de caixa fornece, ainda, informação de auxílio aos investidores e aos credores, no que tange: (a) a avaliação de capacidade do negócio em gerar fluxos de caixa líquidos futuros positivos; (b) a avaliação da capacidade do empreendimento em cumprir as obrigações, em pagar dividendos, e em identificar a necessidade por financiamento externo; (c) a avaliação das razões para as diferenças entre o resultado líquido e os recebimentos e pagamentos de caixa associados; e (d) a avaliação dos efeitos sobre a posição financeira do negócio de suas transações de financiamento e investimento de caixa e as que não afetam o caixa durante o período

O caixa atesta situações pertinentes à empresa, como a possibilidade de falência, como certos investimentos e financiamentos afetam à entidade, aumento de lucratividade e possibilidade de pagamento de suas obrigações.

Contribui Rosa ( 2005, p. 50):

Partindo da premissa que a avaliação é desenvolvida sob um cenário de prazo indeterminado, admitindo que toda empresa apresenta uma vida útil infinita, inexistindo, portanto, uma data para o encerramento de suas atividades, o fluxo de caixa será separado, no horizonte do tempo, em dois períodos:

- Período de projeção explícito;
- Período de tempo indeterminado (perpetuidade).

Vale-se que, uma organização será perpétua, pois conforme uma administração em que há lucros, e o seu caixa cobre os seus custos, a possibilidade maior, é de progresso em suas atividades operacionais e em sua lucratividade.

Para se obter o valor da empresa, pelo método de fluxo de caixa descontado, conforme Schmidt e Santos (2005, p. 10) são necessárias as seguintes informações:

- O fluxo de caixa a ser descontado;
- O valor de perpetuidade do fluxo;
- A taxa de desconto;
- A taxa de crescimento.

A taxa de crescimento será calculada conforme estimativas pertinentes ao setor e histórico de lucratividade. A taxa de desconto será baseada em estatísticas do mercado e também em conformidade com o histórico empresarial. Determinar a perpetuidade do fluxo de caixa é uma especulação necessária devido aos retornos em relação ao fator tempo. E por último, o fluxo de caixa a ser descontado para a previsão final, necessária à valoração da empresa.

Garrán (2006, p. 08) refere-se à diferenciação da análise:

A taxa de desconto distingue-se em cada negociação segundo o ativo que está sendo negociado e, talvez bem menos intuitivo, segundo o detentor atual ou potencial daquele ativo. Assim, da mesma forma em que um ativo mais arriscado leva o investidor a exigir uma taxa de retorno maior, para uma determinada classe de investidores, alguns riscos estão presentes, enquanto para outros, os mesmos riscos são mitigados, o que resultará em taxas de retorno distintas para as duas classes de investidores avaliando um mesmo ativo.

A taxa de desconto sofre diversas influências, desde a experiência do profissional que a aplica, até de que tipo de empresa está se tratando.

Damodaran (1997, p. 12 apud GARRÁN 2006, p. 29) complementa que “a taxa de desconto utilizada para tal finalidade é uma função do grau de risco inerente aos fluxos de caixa estimados, com taxas maiores para os ativos mais arriscados e taxas mais baixas para projetos mais seguros”.

Corroborando Garrán (2006, p. 12):

Como o perfil das instituições envolvidas no processo de avaliação influencia a determinação da taxa de desconto: estudos a respeito do prêmio de risco a ser exigido em investimentos, de forma geral, sugerem que características como porte,



origem do capital, acesso a mercado de capitais, entre outras, das instituições envolvidas no processo de avaliação, sejam elas, a parte vendedora, a parte compradora ou o próprio objeto da avaliação, são de grande relevância.

Logo, a busca pela taxa de desconto será um dos entraves, para a melhor forma possível de se chegar ao resultado final, que é o valor da empresa.

Schmidt e Santos (2005, p. 189) citam que “além dos modelos de fluxo de caixa descontado do acionista (FCFE) e da empresa (FCFF), existem outras medidas, tais como a que tem como base o lucro antes do pagamento de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA), a receita operacional líquida (NOI) e o lucro antes do pagamento de juros e impostos (EBIT)”.

Atualmente, existem diversos métodos que auxiliam no processo de análise de empresas. Cada qual será escolhido, conforme a experiência do profissional que fará os cálculos e também considerando a situação e porte da organização.

Para a elaboração do fluxo de caixa da empresa e a sua projeção, são necessárias informações encontradas na demonstração do resultado do exercício. Esta, apresenta o desempenho da empresa, confrontando as receitas e despesas em um determinado período.

Toda avaliação é realizada em uma conjuntura de prazo indeterminado, pois inicialmente as empresas são consideradas “infinitas”. O valor da empresa deverá ser calculado, fundamentalmente em dados consolidados, dentro de uma previsibilidade econômica, além de outros fatores internos e externos à empresa que possam influir na avaliação.

Apesar da existência de vários métodos de avaliação e mensuração de valoração econômica das entidades, todos esses diversos procedimentos podem conduzir a sólidos resultados.

### **3 ESTUDO DE CASO DA EMPRESA AmBev**

Para efeito deste trabalho, a empresa AmBev foi escolhida por ser uma das maiores empresas do país, em que seus produtos têm abrangência nacional e internacional, e por ser uma líder de mercado, além de possuir características de uma empresa com crescimento estável.

#### **3.1 Caracterização da AmBev**

A Ambev (Companhia de Bebidas das Américas) foi criada em 1º de julho de 1999 com a fusão das duas principais cervejarias brasileiras, Brahma e Antarctica. A Companhia Antarctica de Bebidas nasceu em 1885 em São Paulo, e logo se constituiu como sociedade anônima, teve um longo histórico de aquisições e de lançamentos de produtos e marcas, assim como a Brahma, nascida em 1888 no Rio de Janeiro, principal concorrente por 111 anos. Essa união entre concorrentes históricas fez parte de uma estratégia de sobrevivência frente às transformações no contexto mundial do setor; conforme informações do Observatório Social ([www.observatoriosocial.org.br](http://www.observatoriosocial.org.br)).

Maior operação do gênero já realizada no país, nasceu como a primeira multinacional brasileira. Esta fusão foi aprovada pelo Conselho Administrativo de Defesa econômica (CADE) em 30 de março de 2000. Líder no mercado brasileiro de cervejas, a AmBev está presente em 14 países, e é referência mundial em gestão, crescimento e rentabilidade. Dados da AmBev ([www.ambev.com.br](http://www.ambev.com.br)).

A empresa hoje é considerada a quinta maior cervejaria do mundo, a maior indústria privada de bens de consumo do Brasil e a maior cervejaria da América Latina. Em 2002, ocorre a aliança estratégica com a Quilmes Industrial S/A (Quinsa) – maior cervejaria da Argentina, Bolívia, Paraguai e Uruguai -, para a integração das operações no Cone Sul. O acordo criou a terceira maior operação comercial de bebidas do mundo, com 10 bilhões de litros anuais. A participação da AmBev na Quinsa é de 40,9%. Conforme informações do Observatório Social ([www.observatoriosocial.org.br](http://www.observatoriosocial.org.br)).

Em março de 2004, a AmBev e a Interbrew, anunciaram uma aliança estratégica, constituindo a maior cervejaria do mundo e tornando-se a líder mundial do setor, com uma participação de aproximadamente 14% do mercado. Com a negociação, a AmBev assumiu a cervejaria canadense Labatt. Conforme dados da AmBev ([www.ambev.com.br](http://www.ambev.com.br)).

A empresa emprega aproximadamente 35 mil funcionários, 20.000 deles no Brasil e o restante na América Latina e Canadá. Além de ser a detentora do maior portfólio do país no setor de bebidas, consolidando a participação de suas marcas no mercado brasileiro de cervejas. O *market share* da companhia é de 69,3 segundo pesquisa em dezembro de 2006, isto é, sua participação no mercado, a deixa com quase 70% da participação no mercado. Dados da AmBev ([www.ambev.com.br](http://www.ambev.com.br)).

A AmBev também é a maior engarrafadora da PepsiCo fora dos Estados Unidos. Por meio de um acordo de *franchising*, a companhia vende e distribui os produtos Pepsi no Brasil e em outros países da América Latina. Conforme dados do Observatório Social ([www.observatoriosocial.org.br](http://www.observatoriosocial.org.br)).

A empresa possui um amplo portfólio de marcas da indústria brasileira de bebidas, composto por cervejas, refrigerantes e outras bebidas não-carbonatadas como chás e isotônicos, além da água mineral. Cada marca tem sua própria personalidade, na busca da identificação com diferentes segmentos e perfis de consumidores. Ocorrem investimentos no desenvolvimento contínuo das marcas, com campanhas criativas e instigantes, para mantê-las sempre presentes na lembrança dos consumidores.

Para levar ao consumidor o portfólio da empresa, que alcançam a média anual de doze (12) bilhões de litros e dois (02) milhões de pontos-de-venda em toda América Latina, a AmBev mantém uma complexa operação: centenas de distribuidores independentes, treze (13) mil vendedores e uma frota de dezesseis (16) mil caminhões e três mil e quinhentas (3.500) motocicletas, sem contar os barcos e balsas que percorrem os rios da Amazônia e garantem a presença dos produtos da companhia nos mais distantes pontos da região. Informações da empresa ([www.ambev.com.br](http://www.ambev.com.br)).

O Capital Social em 2006 da empresa é de R\$ 5.716.086.764,25 (cinco bilhões, setecentos e dezesseis milhões, oitenta e seis mil, setecentos e sessenta e quatro reais e vinte e cinco centavos), conforme composição acionária, representado por 624.417.235 (seis e vinte e quatro milhões, quatrocentos e dezessete mil, duzentos e trinta e cinco ações escriturais, sendo 345.054.728 (trezentos e quarenta e cinco milhões, cinqüenta e quatro mil e setecentos e vinte

e oito) ações ordinárias e 279.362.507 (duzentos e setenta e nove milhões, trezentos e sessenta dois mil, quinhentos e sete) ações preferenciais.

Conforme cotação das ações da empresa na bolsa de valores (BOVESPA) em 31 de dezembro de 2006, as ações preferenciais AMBV4(PN) estavam em R\$ 1.053,99 e as ordinárias AMBV3(ON) R\$ 943,00 (novecentos e quarenta e três reais), as quais constituem o valor de mercado da organização em R\$ 619.831.902,31 (seiscentos e dezenove milhões, oitocentos e trinta e um mil, novecentos e dois reais, trinta e um centavos).

Os concorrentes da AmBev são: a Schincariol, que em julho/2007 teve a participação de 12,6%, em agosto/2007, caiu 0,3 ponto percentual, para 12,3%. A Petrópolis manteve a fatia de 8,3% do mercado, enquanto a Femsa, que fabrica as cervejas Sol, Kaiser, Bavaria Premium, Xingu e Heineken permaneceu com 7,6% em agosto/2007. Cada ponto percentual representa aproximadamente 100 milhões de dólares em receitas anuais. Conforme dados da revista Exame ([http:// portalexame.abril.uol.com.br](http://portalexame.abril.uol.com.br)).

O mercado mundial de bebidas tem sofrido alterações significativas geradas pelo processo de globalização da Economia. Além das tendências de formação de grandes grupos por meio de fusões, concentração dos mercados e reestruturações produtivas, houve um aumento da participação de mercado de outros tipos de bebidas como água mineral e bebidas não carbonatadas (chás, cafés e sucos), o que torna a concorrência ainda mais acirrada na busca dos melhores resultados.

### 3.2 Processo de avaliação econômica da empresa

Fundamentado nas características da empresa e no mercado, será definido o valor econômico do ativo intangível *goodwill*, utilizando-se, o modelo do fluxo de caixa descontado (FCD).

Por conseguinte, o valor econômico da empresa é baseado na sua capacidade de geração de caixa futuros descontados a valor presente, por uma taxa que compense o capital investido, e outra ao risco do investimento.

### 3.2.1 Posição patrimonial da empresa

Os dados a seguir listados, foram extraídos do balanço patrimonial da empresa, referem-se aos bens, direitos e obrigações de 31/12/2006.

Tabela 1 – Bens e direitos da empresa AmBev

Descrição	Valor (R\$ milhões)
<b>ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>6.817,40</b>
Caixa e equivalentes	1.538,90
Títulos e valores mobiliários	226,10
Contas a receber de clientes	1.542,70
Estoques	1.363,90
Impostos a recuperar	687,70
Imposto de renda e contribuição social diferidos	610,00
Dividendos e/ou juros sobre Capital Próprio	2,70
Outros	845,40
<b>REALIZÁVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>4.648,70</b>
Créditos com pessoas ligadas / controladas	-
Depósitos compulsórios e judiciais	437,20
Venda financiada de ações	72,80
Imposto de renda e contribuição social diferidos	3.566,70
Imóveis destinados à venda	86,00
Outros	486,00
<b>PERMANENTE</b>	<b>24.179,00</b>
Participação em sociedades controladas diretas e coligadas, incluindo ágio e deságio, líquida	17.990,40
Outros investimentos	35,60
Imobilizado	5.723,90
Diferido	429,10
<b>TOTAL ATIVO</b>	<b>35.645,10</b>

Fonte: Retirado do Balanço Patrimonial de 31/12/2006 da empresa AmBev.

Apresenta-se os dados do ativo da empresa, para as consultas necessárias à estimação dos valores pertinentes às equações propostas.

Tabela 2 – Obrigações da empresa AmBev

Descrição	Valor (R\$ milhões)
<b>PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>6.844,40</b>
Fornecedores	1.387,40
Financiamentos	2.038,70
Debêntures	65,90
Salários, participações e encargos sociais a pagar	480,30
Dividendos a pagar	109,00
Imposto de renda e contribuição social a pagar	366,30
Demais tributos e contribuições a recolher	1.239,00
Perda sobre derivativos não realizados	405,30
Outros	752,50
<b>PASSIVO EXIGÍVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>9.309,90</b>
Financiamentos	5.396,90
Debêntures	2.065,10
Diferimento de impostos sobre vendas	405,70
Passivos associados a questionamentos fiscais e provisão para contingências	663,30
Contas a pagar partes relacionadas	-
Outros	629,00
Resultado de Exercícios Futuros	149,90
Participação dos acionistas minoritários	<b>222,70</b>
<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>19.268,10</b>
Capital social realizado	5.716,10
Reserva de capital	12.870,60
Reserva Legal	208,80
Reserva Estatutária	1.413,30
Ações em tesouraria	(940,70)
<b>TOTAL PASSIVO</b>	<b>35.645,10</b>

Fonte: Retirado do Balanço Patrimonial de 31/12/2006 da empresa AmBev.

Para as consultas necessárias à estimação dos valores pertinentes às equações propostas, são demonstrados os dados do passivo da empresa.

Para a mensuração do valor econômico da empresa, será utilizada a fórmula do modelo de fluxo de caixa descontado de crescimento estável, a seguir:

$$\text{Valor da Empresa} = \frac{\text{FCFF}_1}{\text{WACC} - g_n}$$

Onde:

FCFF<sub>1</sub> = Fluxo de caixa livre da empresa para o próximo período

g<sub>n</sub> = Taxa de crescimento perpétua

WACC = Custo médio ponderado de capital

Figura 1 Fórmula de cálculo do valor da empresa no modelo de FCFF de crescimento estável.

Fonte: SCHMIDT; SANTOS (2005, p. 190).

Adita Schmidt e Santos (2005, p. 190): “O modelo de FCFF de crescimento estável deve ser utilizado para empresas estabilizadas em termos de crescimento, isto é, em que os fluxos de caixa estão crescendo a determinada taxa”.

Este método de análise foi escolhido para a empresa AmBev, por ser considerado o mais apropriado na conjuntura atual da organização, em que sua participação média no mercado no ano de 2006 foi de quase 70%, mantendo-se nesta posição há alguns anos, caracterizando-a como uma líder de mercado.

### 3.2.2 Cálculo da taxa de crescimento

Hodiernamente, existem diversas maneiras para a estimação de taxas de crescimento. Os analistas utilizam, dados históricos, estimativas de outros analistas, estimativas de vendas, entre outros. Em consequência, são encontrados vários resultados, devendo o analista decidir o mais apropriado para a organização em que será aplicada.

Adita Damodaran (1997, p. 151 apud SCHMIDT; SANTOS 2005, p. 127): “existem várias formas de se estabelecer a taxa de crescimento, e as mais utilizadas são as baseadas no crescimento histórico, no uso de previsão de lucros dos analistas e no uso de determinantes de crescimento de lucros”.

As várias formas de identificação da taxa de crescimento propiciam também diversos cálculos. Caberá ao especialista decidir qual utilizar.

Damodaran (1997 apud SCHMIDT; SANTOS 2005, p. 145) contribui: “ se apenas uma abordagem de estimativa das taxas de crescimento for utilizada, a mais adequada dependerá da empresa que está sendo avaliada ”.

A taxa de crescimento aplicada à uma organização, torna-se uma peculiaridade, pois as características da empresa serão fator primordial para definir a melhor opção.

Segundo Schmidt e Santos (2005, p. 135):

As estimativas dos analistas podem ser úteis para se obter a taxa de crescimento esperada de uma empresa, mas não se podem seguir à risca essas previsões, pois os analistas freqüentemente cometem erros em razão de dados errados ou pela falta de consideração de alguma mudança significativa ocorrida na empresa. O ideal para uma boa avaliação é descobrir inconsistências entre as previsões dos analistas e as determinantes do crescimento dos lucros.

Ocorre que, na identificação da taxa de crescimento, a possibilidade de variação na mesma, em decorrência de circunstâncias que não foram consideradas para o cálculo, por interpretação do analista, poderão em outro momento serem incluídas na equação por outro profissional especializado.

Para a identificação da taxa de crescimento, apresenta-se o seguinte cálculo:

Ano	Lucro por Ação (R\$)	Taxa de Crescimento
2002	39,48	-
2003	37,23	-6,05%
2004	21,26	-75,12%
2005	23,65	11,25%
2006	44,04	86,22%

Média Aritmética =  $(-6,05\% - 75,12\% + 11,25\% + 86,22\%) / 4 = 4,07\%$

Tabela 3 Cálculo da taxa média de crescimento.  
Fonte: SCHMIDT; SANTOS (2005, p. 127).

A opção escolhida para cálculo da taxa de crescimento, é a taxa média de crescimento em função da média aritmética. A decisão por este método foi influenciada por haver inconstância nesta variável.

Conforme Schmidt e Santos (2005, p. 127) “a média aritmética é obtida pela média das taxas de crescimento passadas”.



Portanto, foram considerados, o lucro por ação da empresa dos últimos cinco anos, extraídos dos respectivos relatórios anuais da entidade. Calculada a variação de crescimento em porcentagem a cada ano, encontrou-se pela média de quatro variações, o percentual de 4,07 que será a taxa de crescimento a ser aplicada.

### 3.2.3 Cálculo do fluxo de caixa da empresa

A abordagem utilizada na empresa AmBev para calcular o fluxo de caixa da empresa será a partir do lucro antes dos juros e dos tributos (EBIT).

Garrán (2004, p. 30) enfatiza que:

Ao avaliar empresas, por exemplo, os analistas fazem projeções de vendas futuras que poderão permitir à empresa auferir um retorno esperado em relação ao capital investido no empreendimento. Todavia, nada garante que essas vendas se concretizarão na magnitude prevista e com o esforço imaginado anteriormente. Portanto, é preciso que se tenha em mente que o processo de estimação de fluxos de caixa passa por todo um caminho de previsão de cenários e do impacto que esses cenários terão no negócio em análise.

Embora, existam informações precisas, dados estatísticos e programas de computadores, porém, toda essa matemática envolvida para avaliar uma empresa, é apenas especulação do que a mesma pode dar em retorno financeiro em certa estimativa de tempo.

Colaboram Schmidt e Santos (2005, p. 188):

A idéia central do método é valorizar a empresa conforme sua capacidade de gerar benefícios futuros. Assim, ele representa o somatório dos fluxos de caixa de todos os detentores de direito da empresa, o que inclui os acionistas de ações ordinárias e preferenciais, bem como os credores.

Refere-se que, a metodologia do fluxo de caixa descontado tem por valorizar a organização a partir da geração de caixas futuros. Pois, em seus cálculos estão inclusos os fluxos de caixa dos acionistas e credores da entidade.

Por Schmidt e Santos (2005, p. 188): “O modelo de FCFF, diferentemente dos modelos de desconto de dividendos e FCFE, avalia a empresa, isto é, o total do ativo, e não o

patrimônio líquido da empresa. Contudo, o patrimônio líquido pode ser obtido subtraindo-se do valor da empresa o valor de mercado da dívida ”.

Logo, o modelo de fluxo de caixa descontado, tem como finalidade valorizar a empresa a partir do total do ativo.

A opção pelo modelo de FCFE de crescimento estável a partir do EBIT, foi escolhida por ser a mais apropriada para empresas estabilizadas em termos de crescimento.

Dessa forma, o valor do fluxo de caixa da empresa pode ser obtido de acordo com a seguinte fórmula:

( + ) <i>EBIT</i> (1 - % de impostos)
( + ) Depreciação
( - ) Desembolsos de capital
( - ) Variação de Capital de Giro
( = ) Fluxo de caixa líquido da empresa (FCFE)

Figura 2 Fórmula do cálculo do FCFE a partir do EBIT.  
Fonte: SCHMIDT; SANTOS (2005, p. 189).

Para se chegar ao valor do *EBIT* proposto pelo método, descontou-se do *EBIT* consolidado R\$ 6.256,30 (extraído do Relatório Anual de 2006 da empresa), o percentual de 37,7% de impostos.

Na composição do percentual de impostos (37,7%), estão imbuídos:

- 20 % - INSS Empresa;
- 8,5% - FGTS Empresa não optante pelo SIMPLES;
- 5,8% - INSS Terceiros;
- 3% - INSS SAT (Seguro de Acidente ao Trabalhador);
- 0,4% - Impostos ( Total de impostos pagos em 2006 R\$ 130,60 proporcional a Receita Bruta com Vendas Consolidada em 2006 R\$ 32.487,80).

Quanto ao cálculo do desembolso de capital, considerou-se os dados sobre o Balanço Patrimonial Consolidado em 31/12/2006, do item Outros Investimentos (R\$ 35,60) somado ao item Imobilizado (R\$ 5.723,90), em que, foi descontada a Depreciação Acumulada (R\$ 5.313,10).

Para o cálculo da variação do capital de giro, utilizou-se a diferença do ativo circulante com o passivo circulante dos últimos cinco anos, a seguir:

Capital de Giro = AC – PC			
Ano	Ativo Circulante	Passivo Circulante	Capital de Giro (R\$)
2002	5.571,40	2.833,70	2.737,70
2003	5.500,50	4.720,00	780,5
2004	5.379,60	8.771,70	(3.392,10)
2005	5.474,70	5.052,30	422,40
2006	6.817,40	6.844,40	(27,00)

Tabela 4 Cálculo da Variação do Capital de Giro.  
Fonte: Do autor.

A variação do capital de giro, também denominado capital de giro líquido, ou capital circulante líquido, é a variação ocorrida de um ano para outro, proposto por Milenio ([www.milenio.com.br](http://www.milenio.com.br)). Encontrada essa variação, faz-se necessário os seguintes cálculos:

Ano	Receita de Vendas (R\$)	Capital de Giro	%
2002	14.279,90	2.737,70	19,18
2003	17.143,50	780,50	4,56
2004	23.297,60	(3392,10)	(14,56)
2005	28.878,70	422,40	1,47
2006	32.487,80	(27,00)	(0,09)

Média Aritmética =  $(1,47\% + 4,56\% + 19,18\% - 14,56\% - 0,09\%)/5 = 2,11\%$

Tabela 5 Cálculo da porcentagem do capital de giro sobre a receita de vendas.  
Fonte: Do autor.

Através da média aritmética dos percentuais de variação do capital de giro, foi encontrado o percentual de 2,11%. Este será aplicado sobre a receita de vendas consolidada de 2006 (R\$ 32.487,80), para identificarmos o valor do capital de giro aplicado.

Portanto, com todos estes dados encontrados, desconta-se do *EBIT*, os desembolsos de capital, a depreciação e a variação do capital de giro, para encontrarmos o fluxo de caixa líquido da empresa em 2006.

Para, a projeção do fluxo de caixa da empresa em 2007, aplica-se a taxa de crescimento de 4,07% sobre os mesmos itens, exceto a variação do capital de giro em 2007,

em que o cálculo define-se em multiplicar a receita de vendas consolidada de 2006 pelos percentuais da taxa de crescimento do fluxo de caixa da empresa e da variação do capital de giro. Logo, o fluxo de caixa descontado para o ano de 2007 é R\$ 3.563,84 bilhões.

Tabela 6 – Cálculo do FCFF a partir do *EBIT*.

	Atual/2006	Próximo/2007
(+) <i>EBIT</i> (1 - % de impostos)	3.897,67	4.056,31
(-) (Desembolsos de capital - Depreciação)	446,40	464,57
(-) Variação do Capital de Giro	685,49	27,90
(=) Fluxo de caixa líquido da empresa (FCFF)	2.765,78	3.563,84

Tabela 6 Cálculo do valor do FCFF a partir do EBIT  
 Fonte: SCHMIDT; SANTOS (2005, p. 189).

### 3.2.4 Cálculo da taxa de desconto

Sendo a empresa AmBev financiada tanto por capital de terceiros (dívidas), como capital próprio, a taxa de desconto utilizada para estimar o custo de capital da empresa, a qual atualizará os fluxos de caixa projetados, será a média ponderada de todos os custos de financiamentos ou do inglês, *Weighted Average Cost of Capital* (WACC).

Contribuem Schmidt e Santos (2005, p. 106):

O custo médio ponderado do capital, do inglês *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), é obtido pela média ponderada de todos os custos de financiamentos utilizados por uma empresa para financiar as suas atividades, ou seja, inclui o custo do patrimônio líquido, o custo da dívida e os custos de títulos híbridos, a exemplo dos dividendos preferenciais.

Em análise, a taxa de desconto pelo método do custo médio ponderado do capital, é avaliação dos novos ativos, considerando os mesmos riscos dos antigos.

O custo médio ponderado do capital, segundo Damodaran (1997, p. 77 apud Rosa 2005, p. 45) representa “a média ponderada dos custos dos diversos componentes de financiamento utilizados por uma empresa”.

Logo, a taxa de desconto referida é a média dos custos que financiam as organizações.

O custo médio ponderado do capital é obtido através da fórmula:

$$WACC = K_{pl} [PL/(PL + D + P)] + K_d [ D/( PL + D + P)] + K_{ap} [ P/ (PL + D + P)]$$

Onde:

$K_{pl}$  = Custo do patrimônio líquido  
 $K_d$  = Custo das dívidas após os impostos  
 $K_{ap}$  = Custo das ações preferenciais  
PL = Patrimônio líquido a valor de mercado  
D = Dívida a valor de mercado  
P = Ações preferenciais a valor de mercado

Figura 3 Fórmula do cálculo do custo médio ponderado do capital.

Fonte: SCHMIDT; SANTOS (2005, p. 106).

Para identificar o custo do patrimônio líquido, será utilizado o modelo de crescimento de dividendos, a seguir:

$$K_{pl} = \frac{D_{pa1}}{P_a} + g$$

Onde:

$D_{pa1}$  = Dividendo por ação esperado no ano seguinte ( dividendo pago no ano anterior x taxa de crescimento)  
 $K_{pl}$  = Custo do patrimônio líquido  
g = Taxa de crescimento dos dividendos  
 $P_a$  = Preço da ação na data da avaliação (valor presente dos dividendos esperados)

Figura 4 Fórmula do cálculo do custo do patrimônio líquido no modelo de crescimento de dividendos.

Fonte: SCHMIDT; SANTOS (2005, p. 105).

Este método foi escolhido devido ser mais adequado à empresa, pois o mesmo é indicado para organizações que se encontram em situação estável, com crescimento de lucros estimados proposto por (SCHMIDT; SANTOS, 2005).

Para o cálculo do custo do patrimônio líquido, segue equação:

$$K_{pl} = (7,69 / 1.053,99) + 4,07\% = 4,80\%$$

Quadro 1 Cálculo do custo do patrimônio líquido.  
Fonte: SCHMIDT; SANTOS (2005, p. 104).

Logo, para o percentual de 4,80% ser encontrado, considerou-se o dividendo preferencial por ação no valor de R\$ 7,39 (conforme relatório anual de 2006) multiplicado pela taxa de crescimento encontrada, dividindo este resultado pelo custo das ações preferenciais, e seu resultado somado a taxa de crescimento proposta anteriormente.

Estima-se o custo da dívida após os impostos:

$$K_d = 12\% (1 - 0,377) = 7,44\%$$

Quadro2 Cálculo do custo da dívida.  
Fonte: SCHMIDT; SANTOS (2005, p. 106).

Para o percentual de 7,44% ser encontrado, o cálculo considerou a possibilidade da empresa contrair empréstimos a 12%. Deste, foi descontado o percentual de impostos da entidade.

Faz-se necessário para aplicação da fórmula proposta, quanto os financiamentos e dívidas da empresa representam sobre o patrimônio líquido:

$$\% = 7.435,60 / 19.268,10 = 0,39\%$$

Quadro 3 Proporção da dívida sobre o patrimônio líquido.  
Fonte: Do autor.

Sendo encontrado 39% referente a proporcionalidade dos financiamentos e dívidas sobre o patrimônio líquido, os restantes 61% são considerados, neste caso, custo do capital proposto por (SCHMIDT; SANTOS, 2005).

Então, apresenta-se o cálculo do custo médio ponderado de capital:

$$WACC = K_{pl} [PL/(PL + D + P)] + K_d [ D/( PL + D + P)] + K_{ap} [ P/ (PL + D + P)]$$

$$WACC = (4,80\% \times 0,61) + (7,44\% \times 0,39) = 2,93\% + 2,90\% = 5,83\%$$

Quadro 4 Cálculo do custo médio ponderado do capital da AmBev.

Fonte: SCHMIDT; SANTOS (2005, p. 106).

O percentual de 5,83% referente ao custo médio ponderado de capital, será aplicado na fórmula do valor da empresa para mensuração do *goodwill*.

### 3.5 Valor econômico da empresa AmBev

Para a determinação do valor econômico da empresa AmBev, os fluxos de caixa projetados, trazidos a valor presente, foram compensados por taxas de crescimento às taxas de custo de capital.

$$\text{Valor da Empresa} = \text{R\$ } 3.563,84 (5,83\% - 4,07\%) = \text{R\$ } 202.490,91$$

Quadro 5 Cálculo do valor da empresa no modelo de FCFF de crescimento estável

Em conformidade com a metodologia proposta, determinou-se o valor econômico da AmBev, conforme cálculos demonstrados, obtendo-se a importância de R\$ 202.5 bilhões.

## CONCLUSÃO

Esta monografia teve como objetivo a identificação do valor econômico da empresa, utilizando o modelo de fluxo de caixa descontado, sendo atualmente a metodologia mais aplicada no meio financeiro. Este método de análise de valoração de empresas, caracteriza-se por abranger maior precisão técnica na determinação do valor econômico.

Contudo, mesmo o modelo do fluxo de caixa descontado seja considerado mais apropriado para a avaliação econômica de empresas, as variáveis utilizadas para a utilização do mesmo possuem características subjetivas, sofrendo influxos da experiência do profissional, que ocasionarão alterações de análises.

Enfatiza-se que, em avaliação de empresas, a determinação do valor proposto pelo modelo aplicado conforme a metodologia, será apenas fundamentação para negociação de valor, devido inexistir precificação única, precisa e incontestável.

Conforme explanado, a pesquisa atingiu os objetivos a que se propunha, em que descreveu considerações sobre ativos intangíveis, *goodwill*, fluxo de caixa descontado e alguns modelos de avaliação de empresas, assim como determinou o valor econômico da empresa AmBev, utilizando o método por fluxo de caixa descontado da empresa, identificando, os proveitos econômicos produzidos pela mesma.

Indica-se a necessidade de trabalhos relacionados ao assunto, para que sejam desenvolvidos, em benefício às técnicas e métodos de avaliação atuais.



## REFERÊNCIAS

ASSING, Ildefonso; ALBERTON, Luiz; TESCH, José Marcos. Avaliação de empresas: enfoque nos ativos intangíveis. In: CONGRESSO UFSC CONTROLADORIA E FINANÇAS, 2007, Santa Catarina. Anais... Florianópolis: UFSC, 2007. CD-ROM.

ARRIGONI, Fernando José; NOSSA, Valcemiro. Uma breve reflexão sobre o *goodwill* e sua respectiva contabilização. Disponível em: <[http://www.fucape.br/\\_admin/upload/centro\\_pesquisa/1999\\_Artigoodwill.pdf](http://www.fucape.br/_admin/upload/centro_pesquisa/1999_Artigoodwill.pdf)> Acesso em: 24 ago.2007.

ASSUNÇÃO, Amanda Borges de Albuquerque; SILVA, Geiza Souza e; SILVA, Neuza de Lima Raimundo de Melo; LIMA, Clenilson Siqueira Felinto de. Ativo intangível: *goodwill* ou capital intelectual. Disponível em: <<http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos22005/243.pdf>> Acesso em: 24 ago.2007.

BASSAN, Adilson do Carmo. **Ativos intangíveis – goodwill**. 2004. 75 f. Trabalho de Conclusão de Especialização (Monografia) – Curso de Especialização em Gestão Estratégica de Negócios, INPG – Instituto Nacional de Pós-Graduação, Universidade Castelo Branco, Campinas, 2004.

BEUREN, Ilse Maria. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade** – teoria e prática. In: Longaray, André Andrade; Raupp, Fabiano Maury; Sousa, Marco Aurélio Batista de; Colauto, Romualdo Douglas; Porton, Rosimere Alves de Bona; Beuren, Ilse Maria (Org.). 3. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

COMPARAÇÃO e análise da demonstração das origens e aplicações de recursos (DOAR) e da demonstração de fluxo de caixa (DFC). Disponível em: <<http://www.milenio.com.br/siqueira/trab.253.doc>> Acesso em: 20 set. 2007.

CORREA, CRISTIANE. Vale até cerveja com chocolate. Exame, São Paulo, julho 2007. Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/revista/exame/edicoes/0897/negocios/m0133384.htmlprintable=true>> Acesso em: 13 jul.2007.

CRESCER participação da AmBev no mercado de cerveja. Exame, São Paulo, 11 set. 2007. Disponível em: <<http://portalexame.abril.uol.com.br/negocios/m0138081.htmlprintable=true>> Acesso em: 11 set.2007.

ENDLER, Luciana. Avaliação de empresas pelo método de fluxo de caixa descontado e os desvios causados pela utilização de taxas de desconto inadequadas. Disponível em: <<http://www.ufrgs.br/necon/506.pdf>> Acesso em: 07 set. 2007.

FUNDO de comércio, aviamento ou *goodwill*. COSIFE ELETRÔNICO. Disponível em: <<http://www.cosif.com.br/imprime.asp=20050324fundodecomercio>> Acesso em: 09 out.2007.

FURRIER, Marcio Tadeu. Para que serve uma marca, afinal? Disponível em: <<http://www.widebiz.com.br/gente/mfurrier/paraqueserveumamarca.html>> Acesso em: 03 nov.2007.

GARRÁN, Felipe Turbuk. **Metodologias em uso no brasil para a determinação do custo de capital próprio para a avaliação de ativos por fluxo de caixa descontado**. 2006. 176 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Curso de Pós Graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

GARRISON, Ray H.; NOREEN, Eric W.. **Contabilidade gerencial**. 9. ed. Rio de Janeiro: LTC Editora, 2001.

GOMES, Adriano. *Goodwill*. SEBRAE, Santa Catarina, fevereiro 2002. Disponível em: <<http://www.sebrae-sc.com.br/newart/printer.aspx?noticia=3020>> Acesso em: 09.out.2007.

IUDÍCIBUS, Sergio de; MARTINS, Elizeu e GELBCKE, Ernesto Rubens. Manual de Contabilidade das sociedades por ações. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

KAYO, Eduardo Kazuo. **A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas**: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas. 2002. 110 f. Tese (Doutorado em Administração) – Curso de Pós-graduação em Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

MARION, José Carlos. Reflexões sobre ativo intangível. Disponível em: <[http://www.fipecafi.com.br/public\\_artigos/marion/ativoIntangivel.pdf](http://www.fipecafi.com.br/public_artigos/marion/ativoIntangivel.pdf)> Acesso em: 23 jul.2007.

MARTINEZ, Antonio Lopo. Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação de negócios. Disponível em:

[http://www.anpad.org.br/enanpad/1999/dwn/enanpad1999-fin\\_03.pdf](http://www.anpad.org.br/enanpad/1999/dwn/enanpad1999-fin_03.pdf)> Acesso em: 13 ago. 2007.

MARTINS, Vinícius Aversari. **Contribuição à avaliação do goodwill:** depósitos estáveis, um ativo intangível. 2002. 277 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Curso de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

MILONE, Mario César de Mattos. **Cálculo do valor de ativos intangíveis:** uma metodologia alternativa para a mensuração do valor de marcas. 2004. 122 f. Tese (Doutorado em Administração) – Curso de Pós-Graduação em Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

MONTEIRO, Regina Caspari. **Contribuições da abordagem de avaliação de opções reais em ambientes econômicos de grande volatilidade:** uma ênfase no cenário latino-americano. 2003. 200 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Curso de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

MONTEIRO, Andréa Alves Silveira; COELHO, Fabiano Simões. Ativo intangível: um fator competitivo entre as empresas. Disponível em:  
<<http://www.admrio.hpg.ig.com.br/fAtivos.htm>> Acesso em: 09 jul. 2007.

NEIVA, Raimundo Alelaf. **Valor de mercado da empresa:** modelos de avaliação econômico-financeira de empresas, exemplos de avaliação com cálculos de valores, subsídios para privatização, compra e venda, cisão, fusão e incorporação. 3. Ed. São Paulo: Editora Atlas, 1999.

NUNES, Luana Henrique. **Ativo intangível criado:** uma reflexão à luz dos princípios contábeis e da doutrina jurídica. 2003. 49 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia) – Curso de Ciências Contábeis, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2003.

OBSERVATÓRIO SOCIAL - Comportamento social e trabalhista: mapa de empresa AmBev. Disponível em:  
<<http://www.observatoriosocial.org.br/portal/index2.php?option=content&task=view&id=28&pop=1&pag...>> Acesso em: 18 set.2007.

ONAGA, Marcelo. A AmBev sentiu os golpes. Exame, São Paulo, maio 2007. Disponível em: <<http://portalexame.abril.com.br/revista/exame/edicoes/0892/negociosm0128008.html>> Acesso em: 14 jun.2007.

RELATÓRIO Anual 2006. Disponível em: <<http://www.ambev.com.br/>> Acesso em: 28 jul.2007.

RIBEIRO, Osni Moura. **Contabilidade avançada**. São Paulo: Editora Saraiva. 2005.

ROSA, Vanderlei Tolentino da Rosa. **Avaliação econômica**: determinação do valor econômico de uma empresa de telecomunicações com base no fluxo de caixa descontado. 2005. 59 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia) - Curso de Ciências Contábeis, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2005.

SANTOS, Débora Vides dos. Avaliação de pequenos negócios. COAD – Contabilidade Geral, Rio de Janeiro, n. 02/2007, fevereiro 2007.

SANTOS, José Luiz dos. Ativos intangíveis. Disponível em: <<http://www.ufrgs.br/necon/ativos%20intangiveis.pdf>> Acesso em: 02 set.2007.

SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José Luiz dos. **Avaliação de ativos intangíveis**. São Paulo: Editora Atlas, 2002.

\_\_\_\_\_. **Fundamentos de avaliação de empresas**: foco no método de fluxo de caixa descontado. São Paulo: Editora Atlas, 2005.

SCHERER, Luciano Márcio; SOARES, Márcia; NASCIMENTO, Elaine Baroto; SERRANO, Elizângela Aparecida. O atual estágio da contabilização de ativos intangíveis no mercado norte-americano. Revista da FAE, Curitiba, junho 2004. Disponível em: <[http://www.fae.edu/publicacoes/pdf/revista\\_da\\_fae/fae\\_v7\\_n1/rev\\_fae\\_v7\\_n1\\_06\\_marcia.pdf](http://www.fae.edu/publicacoes/pdf/revista_da_fae/fae_v7_n1/rev_fae_v7_n1_06_marcia.pdf)> Acesso em: 02 set.2007.

SINDICERV. Mercado nacional: participações de mercado: Disponível em: <<http://www.sindicerv.com.br/mercado.php>> Acesso em: 15 set.2007.

TEIXEIRA, Tércia Berber. **Fluxo de caixa e classificação dos ratings** : um estudo no mercado brasileiro. 2006. 180 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Curso de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2006.

