

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP**

Paulo da Silva Melo

**Métodos e técnicas de avaliação de empresas: um estudo visando à
mensuração dos ativos intangíveis em empresas industriais do
setor eletroeletrônico.**

MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS E FINANCEIRAS

**São Paulo
2009**

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

PAULO DA SILVA MELO

**MÉTODOS E TÉCNICAS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: UM ESTUDO
VISANDO À MENSURAÇÃO DOS ATIVOS INTANGÍVEIS EM EMPRESAS
INDUSTRIAIS DO SETOR ELETROELETRÔNICO.**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de **MESTRE** em Ciências Contábeis e Financeiras, sob a orientação do Prof. Dr. Roberto Fernandes dos Santos.

SÃO PAULO

2009

BANCA EXAMINADORA

Presidente:

Membro:

Membro:

Dedico este trabalho

a Deus, por tudo;

a minha mãe, Maria, e a meu pai, José (in
memoriam), por minha formação;

a minha esposa, Márcia, pelo amor e paciência;

a meus filhos Eric e Igor, por serem a razão da
minha existência.

AGRADECIMENTOS

A realização desta dissertação só foi possível, em primeiro lugar, graças a Deus e ao apoio da minha família, mãe, pai, esposa, filhos e amigos, a quem agradeço.

A todos os meus professores, desde o primário até o mestrado, pela colaboração para a consecução desse estudo.

Aos colegas de estudo que muito contribuíram nessa jornada.

Ao Prof. Dr. Roberto Fernandes dos Santos, pela orientação e pelo apoio que foram fundamentais.

Aos professores do mestrado em Ciências Contábeis e Financeiras da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, em especial à Prof^a Dra. Neusa Maria Bastos Fernandes dos Santos, pelos ensinamentos.

À secretária do programa, Sra. Elisabete Cardoso Coelho, pelo apoio e amizade.

A todos os colegas do Departamento de Contabilidade e, em especial, aos Profs. Ms. Adhemar de Caroli e Daniel J. Machado, Ph.D., pelo apoio e contribuição fundamental para a realização desse estudo.

Aos amigos, Irma Ugarelli Manfrenotti, Marco Aurélio Nazareno Manfrenotti e Neide Oliveira Ferreira pelo apoio e contribuições fundamentais no desenvolvimento deste estudo.

Aos funcionários da Biblioteca da PUC/SP e do Departamento de Contabilidade da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo e, em especial, à Edilene, pelo apoio e amizade.

Aos meus colegas de estudo, Giovanni Botelho Colacicco e Silvio José de Moura e Silva.

RESUMO

A temática central deste trabalho é o estudo dos métodos e das técnicas de avaliação de empresas que possam apoiar o processo de mensuração dos Ativos Intangíveis, mais especificamente, da projeção do potencial de resultado econômico desses aspectos. O objetivo é conseguir aproximar a mensuração contábil da mensuração econômica nas empresas industriais do setor eletroeletrônico, sem que seu referencial (custo histórico) seja abandonado. Desse modo, pretende-se propiciar informação adicional e relevante aos gestores, qualificando o processo de tomada de decisões que visam ao presente e ao futuro, nos processos de aquisições ou fusões. Por meio de um estudo focalizado em quatro empresas representativas do setor de eletroeletrônico, pretende-se verificar a utilidade da aplicação dos métodos e das técnicas de avaliação de empresas enquanto ferramentas contribuintes para a mensuração dos Ativos Intangíveis. A dificuldade em compreender esse aspecto tem causado inúmeros debates e discussões a respeito da importância da informação contábil e da postura do contador, para o que este trabalho pretende oferecer esclarecimentos relevantes.

Palavras-chave: Ativos Intangíveis. Mensuração e informação contábil

ABSTRACT

The thematic central office of this project is the study of the methods and techniques of evaluation of companies who can support the process of measurement of the Intangible Assets, more specifically of the projection of the potential of economic result of these aspects. The objective is to obtain to inside approach the countable information of economic of the industrial companies of the eletroeletronics sector, without its reference (historical cost) either abandoned, propitiating an additional and excellent information to the managers in the taking of decisions that they aim at to the present and to the future, in the processes of acquisitions or fusing, Through a study of in four representative companies of the sector of eletroeletronics that, it is intended to verify the utility of the application of the methods and the techniques of evaluation of companies, to contribute in the measurement of the Intangible Assets, in companies of the industrial sector of eletroeletronics. The difficulty in understanding this aspect has caused innumerable questions and quarrels regarding the importance of the countable information and the position of the accountant.

Word-key: Intangible assets. measurement and countable information

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Faturamento Total (R\$ Bilhões)	98
Gráfico 2: Evolução das Exportações – US\$ Milhões	100
Gráfico 3: Exportações de Produtos de setor por Blocos	101
Gráfico 4: Evolução das Importações – US\$ Milhões	102
Gráfico 5: Importações de Produtos do Setor por Blocos – US\$ Milhões.....	104
Gráfico 6: Balança Comercial de Produtos do Setor Eletroeletrônico – US\$ Bilhões.....	104
Gráfico 7: Déficit Balança Comercial de Produtos – US\$ Bilhões.....	105
Gráfico 8: Números de Empregados em Mil.....	106
Gráfico 9: Comparativo Goodwill, VE, Total do Ativos X ROI, ROA e ROE	118
Gráfico 10: Análise da Variação – Goodwill X EVA	119
Gráfico 11: Comparativo Goodwill, VE, Total do Ativos X ROI, ROA e ROE	121
Gráfico 12: Análise da Variação Goodwill X EVA	121
Gráfico 13: Comparativo Goodwill, VE, Total do Ativos X ROI, ROA e ROE	124
Gráfico 14: Análise da Variação – Goodwill X EVA	125
Gráfico 15: Comparativo Goodwill, VE, Total dos Ativos X ROI, ROA e ROE.....	127
Gráfico 16: Análise da Variação – Goodwill X EVA	127
Gráfico 17: Comparativo Goodwill, VE, Total do Ativos X ROI, ROA e ROE	130
Gráfico 18: Análise da Variação – Goodwill X EVA	130
Gráfico 19: Comparativo Goodwill, VE, Total dos Ativos X ROI, ROA e ROE.....	132
Gráfico 20: Análise da Variação – Goodwill X EVA	132
Gráfico 21: Comparativo Goodwill, VE, Total do Ativos X ROI, ROA e ROE	135
Gráfico 22: Análise da Variação – Goodwill X EVA	136
Gráfico 23: Comparativo Goodwill, VE, Total do Ativos X ROI, ROA e ROE	138
Gráfico 24: Análise da Variação – Goodwill X EVA	138
Gráfico 25: Comparativo Valor da Empresa – Média do Setor x Empresas.....	140
Gráfico 26: Comparativo Goodwill – Média do Setor x Empresas	140
Gráfico 27: Comparativo Lucro Líquido – Média do Setor x Empresas	140

LISTA QUADROS

Quadro 1: Ilustração Goodwill – DRE – VPL (VRL e Goodwill).....	57
Quadro 2: Comparativo do Valor do Faturamento de Áudio e Vídeo	111
Quadro 3: Cálculo do Risco –Brasil.....	113
Quadro 4: Cálculo do Beta para a empresa: CCE da Amazônia S/A.....	115
Quadro 5: Cálculo do Beta Médio do Setor	115
Quadro 6: Cálculo do Retorno Médio da Carteira	116
Quadro 6: Demonstrações Contábeis Itautec – Primeiro Triênio	117
Quadro 7: Cálculo Valor da Empresa, Goodwill – Itautec Primeiro Triênio.....	118
Quadro 8: Demonstrações Contábeis Itautec com Mensuração do Goodwill.....	118
Quadro 9: Demonstrações Contábeis Itautec - Segundo Triênio	119
Quadro 10: Cálculo Valor da Empresa, Goodwill – Itautec Segundo Triênio.....	120
Quadro 11: Demonstrações Contábeis Itautec com Mensuração do Goodwill.....	120
Quadro 12: Demonstrações Contábeis Semp– Primeiro Triênio	123
Quadro 13: Cálculo Valor da Empresa, Goodwill – Semp -Primeiro Triênio	123
Quadro 14: Demonstrações Contábeis Semp com Mensuração do Goodwill	123
Quadro 15: Demonstrações Contábeis Semp– Segundo Triênio	125
Quadro 16: Cálculo Valor da Empresa, Goodwill – Semp Segundo Triênio.....	125
Quadro 17: Demonstrações Contábeis Semp com Mensuração do Goodwill	126
Quadro 18: Demonstrações Contábeis Gradiente– Primeiro Triênio.....	128
Quadro 19: Cálculo Valor da Empresa, Goodwill – Gradiente Primeiro Triênio.....	129
Quadro 20: Demonstrações Contábeis Gradiente com Mensuração do Goodwill.....	129
Quadro 21: Demonstrações Contábeis Gradiente– Segundo Triênio.....	130
Quadro 22: Cálculo Valor da Empresa, Goodwill – Gradiente Segundo Triênio.....	131
Quadro 23: Demonstrações Contábeis Gradiente com Mensuração do Goodwill.....	131
Quadro 24: Demonstrações Contábeis CCE da Amazônia S/A– Primeiro Triênio	134
Quadro 25: Cálculo Valor da Empresa, Goodwill – CCE da Amazônia S/A - Primeiro Triênio	134
Quadro 26: Demonstrações Contábeis Gradiente com Mensuração do Goodwill.....	135
Quadro 27: Demonstrações Contábeis CCE da Amazônia S/A– Segundo Triênio	136
Quadro 28: Cálculo Valor da Empresa, Goodwill – CCE da Amazônia S/A Segundo Triênio	137

Quadro 29: Demonstrações Contábeis Gradiente com Mensuração do Goodwill.....	137
Quadro 30: Comparativo das Empresas do Setor de Eletroeletrônico – Áudio e Vídeo	139
Quadro 31: Médias das Empresas do Setor de Eletroeletrônico – Áudio e Vídeo.....	139

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Evolução Histórica do Goodwill	40
Tabela 2: Comparativo Custo Corrente X Custo Histórico.....	51
Tabela 3 Painel de Avaliação Contábil em Face de Situações Específicas	52
Tabela 4: Fórmula ICVA.....	69
Tabela 5: Fórmula Valor da Empresa.....	71
Tabela 6: Fórmula EVA	74
Tabela 7: Fórmula do $K =$ Taxa de Retorno Exigida	75
Tabela 8: Fórmula Valor Atual dos dividendos futuros esperados	76
Tabela 9: Demonstração de resultados – EBITDA – Fluxo de Caixa.....	79
Tabela 10: Modelo dos Múltiplos de Fluxo de Caixa	79
Tabela 11: Fórmula de Perpetuidade.....	81
Tabela 11: Fluxo de Caixa Descontado – Valor Econômico da Empresa	82
Tabela 12: Vendas Industriais	92
Tabela 13: Evolução dos Preços.....	92
Tabela 14: Finalidade da atividade de P&D por setor.....	94
Tabela 15: Despesas em inovação tecnológica	95
Tabela 16: Brasil: balança comercial do complexo eletrônico.....	96
Tabela 17: Variações anuais de importação e exportação do Complexo Eletrônico	97
Tabela 18: Faturamento Total por Área	98
Tabela 20: Importações de Produtos do Setor – US\$ Milhões	102
Tabela 21: Produtos mais Importados – US\$ Milhões.....	103
Tabela 22: Importações de Produtos do Setor por Blocos – US\$ Milhões	103
Tabela 23: Estimativa de Faturamento Total	106
Tabela 24: Estimativa dos Principais dados do Setor	107
Tabela 25: C-Bonds de 2003 a 2005	112
Tabela 26: A-Bonds de 2005 a 2008	112
Tabela 27: Beta Itautec de 2001 a 2003	113
Tabela 28: Beta Itautec de 2004 a 2006	113
Tabela 29: Beta Semp de 2001 a 2003	114
Tabela 30: Beta Semp de 2004 a 2006	114
Tabela 31: Beta Gradiente de 2001 a 2003	114
Tabela 32: Beta Gradiente de 2004 a 2006	114

Tabela 33: ibrx – 50 Bovespa.....	115
-----------------------------------	-----

LISTA DE SIGLAS

AAPA	American Association of Public Accountants
ABINEE	Associação Brasileira da Indústria Elétrica e Eletrônica
AICPA	American Institute of Certified Public Accountants
APB	Accounting Principles Board
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CAP	Committee on Accounting Procedure
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CC	Custo Corrente
CCC	Custo Corrente Corrigido
CFC	Conselho Federal de Contabilidade
CH	Custo Histórico
CHC	Custo Histórico Corrigido
CI	Capital de Intelectual
CMePC	Custo médio ponderado de capital
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CRC	Conselho Regional de Contabilidade
CT	Capital de Terceiros
CVM	Comissão De Valores Mobiliários
DF	Despesas Financeiras
DCF	Discounted Cash Flow
DRE	Demonstração do Resultado do Exercício
EBIT	Earnings Before Interest, Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
ELETROS	Associação Nacional de Fabricantes de Produtos Eletroeletrônicos
EVA®;	Economic Value Added
FASB	Financial Accounting Standards Board
FCL	Fluxo de Caixa Livre
FCL(t)	Fluxo de caixa livre
GAF	Grau de Alavancagem Financeira
GI	Grau de Intangibilidade
GOODWILL	Diferencial entre o valor econômico e valor contábil de uma empresa
IASB	International Accounting Standards Board
IASC	International Accounting Standards Committee
IBRACON	Instituto Brasileiro de Contadores
ICVA	Índice de Crescimento de Valor Agregado
IFRS	International Financial Reporting Standard
IR	Imposto de Renda
IRS	Internal Revenue Service
K	Taxa de Retorno Exigida
KE	Custo do Capital Próprio
KI	Custo do Capital de Terceiros
KIR	Custo de Capital de Terceiros, Descontado do Imposto de Renda
KS	Taxa de Retorno Exigida pelos Acionistas
LADEFIR	Lucro Antes das Despesas Financeiras e do Imposto de Renda
LAJIR	Lucro antes dos Juros e Impostos
LL	Lucro Líquido

LOLAI	Lucro operacional líquido após os impostos
MVA®;	Market Value Added
NOPAT	Net Operating Profit After Taxes
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
PAY-BACK	Tempo de recuperação dos recursos investidos
PL	Patrimônio Líquido
RDE	Return On Common Equity
RF	Taxa Livre de Risco
ROA	Return On Total Assets
ROHS	Restriction Of Hazardous Substances
ROI	Return On Investments
SML	Security Market Line
SOBEET	Sociedade Brasileira de Estudos Transacionais e da Globalização
TC	Capital Total Investido
TI	Tecnologia da Informação
VC	Valor Contável
VCV	Valor Corrente de vendas
VE	Valor da Empresa
VL	Valor de Liquidação
VM	Valor de Mercado
VPL	Valor Presente Líquido
VR	Valor Realizado
VRF	Valor de Realização Futura
VRL	Valor Realizado Líquido
WACC	Weighted Average Cost Of Capital
WEEE	Waste Electrical And Electronic Equipment

SUMÁRIO

LISTA DE GRÁFICOS	8
LISTA QUADROS	9
LISTA DE TABELAS	11
LISTA DE SIGLAS	13
LISTA DE SIGLAS	13
SUMÁRIO	15
1. INTRODUÇÃO	18
1.1 Problema de Pesquisa	20
1.2 Pergunta de Pesquisa	21
1.3 Pressupostos / Hipóteses de Pesquisa	21
1.4 Objetivos	21
1.4.1 Geral	21
1.1.2 Específicos	22
1.5 Delimitação da Pesquisa	22
1.6 Justificativa	22
1.7 Abordagem investigativa	24
1.8 Obras com foco em intangível	24
1.9 Estrutura do Trabalho	29
2 REFERENCIAL TEÓRICO	31
2.1 Noções de Valor e Premissas da Avaliação	31
2.1.1 Valor Contábil	32
2.2 Ativos	33
2.3 Ativos Tangíveis	34
2.4 Ativos Intangíveis	35
2.4.1 Capital Intelectual	36
2.4.2 Goodwill	38
2.4.2.1 Goodwill Sinérgico	39
2.5 Influências Históricas: A Tecnologia e os Reflexos na Contabilidade	39
2.5.1 A Influência Anglo-Saxônica	43
2.5.2 A Influência Internacional	45
2.5.3 Influências no Brasil	46
3 DA MENSURAÇÃO CONTÁBIL À AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	47
3.1 Valor de uma Empresa	47
3.2 Os Valores de Entrada	49
3.3 Valores de Saída	51
3.4 Custo de Oportunidade	53
3.4.1 Tratamento Contábil	54
3.4.2 Abordagem Econômica	55
3.5 Avaliação de Empresas e Negócios	56
3.5.1 Importância do Processo de Avaliação de Empresas	56
3.5.2 Índices de Rentabilidade [Retorno]	59
3.5.2.1 Retorno sobre Os Investimentos (Return on Investments - ROI)	59
3.5.2.2 Retorno do Ativo Total (Return On total Assets – ROA)	60
3.5.2.3 Retorno do Capital Próprio (return on common equity – ROE)	61
3.5.3 Tipos de Fontes de Recursos	62
3.5.3.1 Capital de Terceiros	62
3.5.3.1.1 Custo de Capital de Terceiros	63

3.5.3.1.2	Grau de Alavancagem Financeira (GAF).....	64
3.5.3.2	Capital Próprio.....	65
3.5.3.2.1	Custo de Capital Próprio.....	66
3.5.3.2.2	Custo Médio Ponderado de Capital (Weighted Average Cost Of Capital – Wacc).	68
3.5.3.2.3	Índice de Crescimento do Valor Agregado.....	69
3.5.4	Modelos de Avaliação.....	69
3.5.4.1	Modelo (VE) Valor da Empresa.....	70
3.5.4.2	Modelo do Investimento a Valor de Mercado.....	71
3.5.4.3	Modelo Baseado no Valor de Mercado Agregado no - (Market Value Added - Mva®).....	71
3.5.4.3.1	Método baseado no Valor Econômico Adicionado (Economic Value Added Eva®).....	72
3.5.4.4	Modelo do Valor Presente dos Dividendos.....	75
3.5.4.5	Modelo Baseado no Preço/Lucro (P/L) de Ações Similares.....	77
3.5.4.6	Modelo de Capitalização dos Lucros.....	77
3.5.4.7	Modelo dos Múltiplos de Faturamento.....	78
3.5.4.8	Modelo dos Múltiplos do EBITDA.....	78
3.5.4.9	Modelo do Fluxo de Caixa Livre.....	80
3.5.4.10	Modelo do Fluxo de Caixa Descontado.....	81
4	O SETOR INDUSTRIAL DE ELETROELETRÔNICOS.....	89
4.1	Contexto do setor industrial de eletroeletrônicos.....	89
4.1.1	A Economia Brasileira a partir da década de 90 a 99.....	89
4.1.2	As Mudanças na Estratégia Mercadológica.....	91
4.1.3	A Zona Franca de Manaus.....	92
4.1.4	Os Investimentos em Pesquisa e Desenvolvimento.....	93
4.2	Análise do Desempenho do Setor de 98 a 2006.....	97
4.2.1	Exportações do Setor Industrial de Eletroeletrônicos.....	99
4.2.2	Importações do Setor Industrial de Eletroeletrônicos.....	101
4.2.3	Estimativas do Setor Industrial de Eletroeletrônicos para 2007.....	106
4.2.4	Propostas para do Setor Industrial de Eletroeletrônicos.....	107
5	COLETA, TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS.....	109
5.1	Metodologia: Objeto de Estudo.....	109
5.2	Metodologia: Delimitação da Amostra Escolhida.....	110
5.3	Metodologia: Abordagem da Pesquisa.....	111
5.4	Apresentação dos Dados.....	112
5.4.1.	A Itautec S.A.....	116
5.4.1.1	Itautec Philco S/A - Primeiro triênio.....	117
5.4.1.2	Itautec Philco S/A – segundo triênio.....	119
5.4.2	Semp Toshiba Amazonas S.A.....	121
5.4.2.1	Semp Toshiba Amazonas S/A - Primeiro triênio.....	123
5.4.2.1	Semp Toshiba Amazonas S/A – Segundo triênio.....	125
5.4.3	A Gradiente Eletrônica S.A.....	127
5.4.3.1	Gradiente Eletrônica S/A – Primeiro triênio.....	128
5.4.3.2	Gradiente Eletrônica – Segundo triênio.....	130
5.4.4.	CCE da Amazônia S/A.....	132
5.4.4.1	CCE da Amazônia S/A – Primeiro triênio.....	134
5.4.4.2	CCE da Amazônia S/A – Segundo triênio.....	136
5.5	Análise Comparativa das Empresas do Setor Eletroeletrônico – Áudio e Vídeo.....	139
	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	142

1. INTRODUÇÃO

Determinar o valor dos Ativos Intangíveis de uma empresa tornou-se, para muitos, uma questão relevante e indispensável, objeto de estudos ao longo dos últimos anos. Nos estudos sobre o Ativo intangível, desde a tese de doutoramento do Prof. Eliseu Martins, (Uma Contribuição à Avaliação de Ativos Intangíveis) de 1972, até os demais trabalhos que se seguiram, há uma abordagem comum de que o Ativo Intangível é resultante do valor de mercado da empresa menos o valor contábil.

Conforme Neves (2002, p.3), “o valor de uma empresa ou de um bem é o resultado do equilíbrio entre o que os compradores estiverem dispostos a pagar pela aquisição e o que os vendedores aceitarem como preço de venda, perante as alternativas que têm.” Sendo assim, o caráter subjetivo está presente na avaliação da empresa, face não se poder afirmar que as condições de mercado, aferidas no momento da avaliação, irão se repetir no futuro, principalmente pelo fator de concorrência.

Nesse sentido, Martins (2001, p. 263) enfatiza que a crescente competitividade entre as empresas, juntamente com os processos de fusões, aquisições, privatizações, dissoluções de sociedade, fizeram com que despertasse o interesse dos gestores para o controle atualizado do patrimônio das empresas. Em continuação, afirma que, ao se avaliar uma empresa, objetiva-se alcançar o valor justo de mercado. Portanto, o preço do negócio somente será definido com base na interação entre as expectativas dos compradores e dos vendedores.

Diante do contexto da subjetividade, Martins (2001, p. 263-264) explana:

Ao avaliar uma empresa, objetivamos alcançar o valor justo de mercado, ou seja, aquele que representa de modo equilibrado, a potencialidade econômica de determinada economia. Entretanto, o preço do negócio somente será definido com base na interação entre as expectativas dos vendedores e compradores. Não existe um valor correto para o negócio. Pelo contrário, ele é determinado para um propósito específico, considerando as perspectivas dos interessados. O processo de avaliação envolve uma série de decisões subjetivas. A percepção dos agentes perante um empreendimento pode variar. Enquanto alguns destacam as ameaças, outros enfatizam as possibilidades de implementação de ajustes estratégicos geradores de bons retornos. Logo, a identificação do valor da empresas depende tanto do sujeito que a avalia quanto do objeto avaliado.

Diante do exposto, não se discute que essa realidade torna urgente o desenvolvimento de novos conceitos no tocante à mensuração do valor das empresas, fato que vem afetar

diretamente o poder informativo dos relatórios contábeis, embora não se possa desconsiderar que a Contabilidade sempre esteve atenta à questão dos Intangíveis.

A determinação do valor do Ativo Intangível está intimamente ligada à apuração do valor da empresa e do valor econômico dos seus Ativos. Isso diz respeito aos benefícios gerados no presente e no futuro. Considera-se que o rumo da empresa pode ser alterado pela atuação dos seus gestores (Capital Intelectual). Os gestores podem criar valor ao identificar oportunidades em ambientes hostis e ao fazer com que o valor da empresa cresça. Não há, portanto, uma fórmula exata de se mensurar os Ativos Intangíveis. Em conformidade com a ideia citada, afirma Martins (2001, p. 262-263):

[...] a complexidade de um processo de avaliação vem calcada num conjunto de subjetividade, cuja percepção de alguns interessados no empreendimento pode entender oportunidades como ameaças, e outros como oportunidades de implantação de novas estratégias que podem gerar bons retornos futuros. Pelo exposto, vários métodos ou modelos podem ser usados para avaliar um empreendimento. Acreditamos que não existe uma fórmula exata. Idealmente, desejaríamos obter um resultado científico, exato, objetivo e perfeito, mas nenhum deles parece ter alcançado e provavelmente nunca alcançará essa meta. Embora limitados, eles oferecem importantes contribuições para os usuários que estão envolvidos com a identificação do valor de uma empresa. O valor de um empreendimento depende dos benefícios líquidos que esperamos dele extrair no presente e no futuro.

Entende-se que os Intangíveis de uma empresa assumirá valores diferenciados, dependentes das partes envolvidas: perfil dos administradores, carteira de clientes, tecnologia, intrinsecamente ligados ao valor da empresa. Essa valoração, quando não atribuída pelo mercado, por cisões, por fusões ou por aquisições, será aproximada pelo seu valor econômico.

Falcini (1995, p. 15), sobre este fato, cita que

A identificação do valor econômico de uma empresa depende tanto do sujeito que avalia quanto do objeto avaliado. A avaliação econômica, não necessariamente poderá ser a fixação concreta de um valor específico para uma empresa, mas sim, uma tentativa de estabelecer, dentro de uma faixa, um valor referencial de tendência, em torno do qual, o mercado e os interessados poderão estabelecer suas trocas.

Em complemento a essa ideia Assaf Neto (1999, p. 4-5) aponta que

Todas as decisões das finanças corporativas encontram-se vinculadas com o objetivo básico de criação de valor da empresa, de maneira a promover a maximização da riqueza de seus acionistas... A definição do valor de uma empresa é uma tarefa complexa, exigindo coerência e rigor conceituais na formulação do modelo de cálculo. Existem diversos modelos de avaliação, embutindo todos eles certos pressupostos e níveis variados de subjetividades.

Segundo Martins, (2001, p. 11), os modelos são complementares, em vez de mutuamente excludentes, e é totalmente viável a completa integração deles. Considera possível montar um conjunto de demonstrações capaz de produzir todas as informações requeridas de cada uma das opções.

Para o avaliador, o grande desafio consiste em escolher o método mais apropriado e atentar para a limitação que cada método apresenta. Dessa forma, aproximar-se-á ao valor de consenso para que ocorra a transação de compra e venda que satisfaça as exigências do vendedor e atinja as expectativas do comprador, com o fim de proporcionar a continuidade de geração de capital e de trabalho.

Em concordância com Martins, citamos Neves (2002, p. 3):

[...] ao procurar racionalizar o processo de cálculo do valor através de técnicas específicas, o analista deve procurar conhecer o meio em que se processa a avaliação, nomeadamente quem pretende obtê-la, com que objectivos, que vantagens pretende retirar da compra ou da venda, em que momento pretende a avaliação, etc”

Pelo exposto, podemos entender que o valor econômico é o mais próximo do valor justo ou do valor de realização. Ao utilizar os métodos e as técnicas para aproximação dos valores contábil e econômico, obter-se-á uma aproximação do valor do Ativo Intangível.

1.1 Problema de Pesquisa

É fato que sempre haverá uma certa subjetividade na definição do valor de uma empresa, principalmente por se empregar uma metodologia que se baseia em resultados esperados, obtidos a partir da análise do comportamento do mercado. Um investidor adquire por certo valor um retorno esperado de se realizar no futuro. O retorno está sujeito a imprevistos e a fatores não totalmente controláveis no processo de previsão. Capital humano envolvido nas decisões, criação de valor pela gestão e o poder criativo dos colaboradores da empresa são, muitas vezes, fatores decisivos. Além do julgamento, outras razões e metas associadas ao vendedor e ao comprador também interferem na avaliação, principalmente em empresas que utilizam fatores de produção calcados em novas tecnologias, como é o caso do setor eletroeletrônico. Tais fatores intensificam os possíveis questionamentos quanto ao valor calculado.

Os valores registrados na contabilidade, por força da Legislação Tributária e dos Princípios Fundamentais da Contabilidade, registrados pelo seu custo histórico, são incapazes de refletir o real valor econômico, no momento da transação de venda e de compra de uma organização.

Entende-se, portanto, que os registros contábeis podem servir de base para o processo de venda e de compra de uma organização, pois o valor patrimonial Ativo e Passivo de uma organização está nas demonstrações contábeis. Se os valores dos Ativos Intangíveis estivessem mensurados, os valores dos registros contábeis estariam mais próximos do valor de realização.

1.2 Pergunta de Pesquisa

A pergunta de pesquisa é: Como a utilização dos métodos e técnicas para avaliação de empresas pode contribuir para a mensuração dos Ativos Intangíveis?

1.3 Pressupostos / Hipóteses de Pesquisa

O pressuposto basicamente é:

A informação contábil tem utilidade limitada em razão do custo histórico. Não há, portanto, mensuração adequada dos seus Ativos Intangíveis, o que gera necessidade de aproximação do valor econômico. Se utilizarmos os métodos e as técnicas de avaliação de empresas, com base em demonstrações contábeis publicadas, poderemos identificar o valor dos seus Ativos Intangíveis.

1.4 Objetivos

1.4.1 Geral

O objetivo geral é verificar a contribuição dos métodos e das técnicas de avaliação de empresa na mensuração de Ativos Intangíveis, no sentido de aproximar o registro contábil do valor econômico das empresas, com vistas a fornecer informações relevantes para fins de decisões, no presente e no futuro.

1.1.2 Específicos

São objetivos específicos:

- identificar, por meio do referencial teórico, os principais métodos e as técnicas de avaliação de empresas;
- exemplificar a utilização dos métodos e das técnicas para efetuar a avaliação de empresas , a partir das demonstrações contábeis publicadas, para obter o valor dos Ativos Intangíveis;
- contribuir em processos de tomada de decisões , pela evidenciação ou não dos retornos anormais, obtidos por intermédio de investimentos em Ativos Intangíveis.

1.5 Delimitação da Pesquisa

Trata-se a presente pesquisa de um estudo sobre a possibilidade para mensuração dos Ativos Intangíveis, em empresas do setor eletroeletrônico, com foco em áudio e vídeo.

1.6 Justificativa

Este estudo justifica-se na medida em que se propõe ao aprofundamento dos debates sobre o tema e ao desafio de analisar as diferentes naturezas dos Ativos Intangíveis, seus impactos estratégicos e econômicos na geração de valor das empresas e sua não-inclusão nos relatórios contábeis.

Além das contribuições ao estudo de finanças corporativas e de estratégias empresariais, por se tratar de um assunto multidisciplinar, este estudo propõe-se a contribuir para contabilidade financeira, em sua incansável luta para refletir, com propriedade, o patrimônio dos acionistas; à contabilidade gerencial, para prover informações à gestão voltada à criação de valor; aos principais usuários da informação contábil, como investidores, executivos e membros dos diversos órgãos da administração das empresas; aos analistas; aos credores; aos legisladores; às entidades que normatizam os procedimentos contábeis e, principalmente, às entidades que representam o setor eletroeletrônico.

Profissionais da contabilidade e autores de produção científica como Martins, Neves, Falcini, Assaf Neto, Monobe, Damodaran, Copeland, Koller, Murrin, Jonathan Low, Baruch Lev, Eduardo Kayo (entre outros) apresentaram estudos relevantes para aperfeiçoar ou criar modelos para determinação do valor das empresas.

A contabilidade gerencial tem sido muito útil em seu propósito de rever e avaliar os resultados de um determinado período. Entretanto, não se consideram despesas que possam contribuir para benefícios futuros. Como exemplo, podem-se citar despesas de Marketing contabilizadas como despesas, tradicionalmente. Despesas que podem gerar valor para a empresa pelo incremento de vendas nos próximos períodos devem ser consideradas como geradoras de um Ativo Intangível. Empregar o conhecimento existente para uma demonstração mais próxima da realidade da capacidade de a empresa gerar Ativo intangível equivale a revelar o valor da competências da sua gestão. Para Neves (2002, p. 267), “uma gestão coordenada pode criar mais valor do que se gerida separadamente”.

Pelo exposto, obter a mensuração dos Ativos Intangíveis é obter informações estratégicas para a empresa. É preciso considerar as informações da contabilidade financeira e proporcionar uma informação adicional útil, para fins gerenciais, no sentido de apoiar decisões do presente e do futuro.

Para nortear o presente estudo, foram tomadas como base as Produções Científicas que tratam da “Contribuição à avaliação do ativo intangível – Contribuição à mensuração e à contabilização do Goodwill não adquirido - Avaliação de empresas e de negócios – Da mensuração Contábil à Econômica – Avaliação de empresas ‘Valuation’ – Capital Intelectual”, todas com objetivo de mensurar Ativos Intangíveis por meio da diferença entre o valor econômico e o valor contábil, além dos modelos apresentados pelo Mercado.

Resta, portanto, saber como são aplicados estes modelos de avaliação nas empresas e qual é a relevância, no resultado final de avaliação, dos registros contábeis, lembrando que o contador tem conhecimento e controle dos dados pelos registros contábeis que permitem medir e avaliar as proporções das áreas envolvidas. Determina-se, assim, o valor econômico de uma empresa no processo de compra e venda, o que deixa de ser assunto exclusivamente direcionado aos administradores financeiros nas organizações.

A discussão permanecerá em virtude do alto grau de subjetividade e do julgamento de valor nela envolvidos. Entretanto, mantemos a expectativa de contribuir para um modelo que possa avaliar, economicamente, uma empresa a partir do ambiente externo, especificamente em empresas do setor eletroeletrônico, com o intuito de se formular futura negociação, como parâmetro a ser validado, no processo do “Valuation”.

Por fim, este estudo justifica-se pela pouca produção acadêmica disponível na literatura sobre a mensuração dos Ativos Intangíveis, especialmente no que se refere a trabalhos focados no setor eletroeletrônico.

1.7 Abordagem investigativa

A abordagem investigativa adotada neste estudo é a exploratória, amplamente utilizada nas Ciências Sociais, especialmente em Administração. Essa abordagem permite redirecionamentos ao longo do desenvolvimento da pesquisa, o que parece ser profícuo numa área de conhecimento em expansão. Nesta pesquisa, não se busca enumerar ou medir eventos e não se prevê o emprego de instrumental estatístico para análise dos dados. Ao invés disso, utilizam-se estudos de quatro empresas representativas do setor eletroeletrônico, especificamente de áudio e vídeo, como ferramentas investigativas sobre a contribuição dos métodos e técnicas de avaliação de empresas para a mensuração dos Ativos Intangíveis, em empresas industriais do setor de eletroeletrônico de áudio e vídeo. A escolha de estudo de caso ocorreu por se considerar sua adequação ao propósito de investigar essas aplicações, dentro de um contexto real e academicamente relevante, dada a ausência de estudos do setor eletroeletrônico.

1.8 Obras com foco em intangível

Tom Copeland, Tim Koller e Jack Murrin (2002), em sua obra, *Avaliação de Empresas “Valuation”*, apresentam a avaliação de empresas e negócios em ambientes voláteis, o Valor da empresa e a Missão do Administrador, a Administração Baseada em Valor, Tratam da Avaliação através de fluxos de Caixa Descontados (DCF), Metodologia de Avaliação, Análise

do Desempenho Histórico, Projetos de Desempenho, Estimativa de Custo de Capital, Estimativa de Perpetuidade.

No Artigo A Incerteza na Mensuração e Informação do Valor Econômico – Um outro Paradoxo do Valor, apresentado, em 2001, no VII Congresso Internacional de Custos em Leon, os Professores Reinaldo Guerreiro, Antonio Benedito Silva Oliveira e Carlos Alberto Pereira defendiam a relevância da informação econômica, para não se fugir da subjetividade, e sim, incorporá-la em seus modelos de mensuração, através do uso dos custos de oportunidade. Destacamos que o artigo referencia outro estudo do Prof. Antonio Benedito Silva Oliveira de 1999: Contribuição à formulação de um modelo decisório para intangíveis por atividade: uma abordagem econômica, estudo que se constituiu em tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade São Paulo.

Deve ser lembrada aqui tese de Doutorado, Valor da empresa e resultado econômico em ambientes de múltiplos ativos intangíveis: uma abordagem de Gestão Econômica, de Ernando Antonio dos Reis, apresentada, em 2002, à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade São Paulo. O autor propõe um modelo de mensuração simplificada dos ativos intangíveis e de conciliação entre o patrimônio líquido (GECON) e valor da empresa (FCD), concluindo que “o patrimônio líquido na abordagem GECON é capaz de expressar o valor da empresa, segundo a metodologia do Fluxo de Caixa Descontado, quando existem diversos ativos intangíveis” Reis (2002, p.158).

Paulo Schmidt e José Luiz dos Santos (2002), em Avaliação de Ativos Intangíveis apresentaram uma síntese dos principais aspectos relacionados ao tratamento contábil dos ativos intangíveis adquiridos isoladamente ou em combinações de negócios, de acordo com os pronunciamentos FAS nº 141 (Business Combination) e FAS nº 142 (Goodwill and Others Intangibles), emitidos em junho de 2001, pelo Financial Accounting Standards Board (Fasb), que alteraram significativamente o tratamento contábil dos ativos intangíveis nos Estados Unidos.

O crescente movimento de concentração de entidades em nível nacional e internacional - no qual Goodwill atingiu valores relevantes, em função, basicamente, da relevância assumida pelos ativos intangíveis em relação aos tangíveis na composição do patrimônio das entidades

– fez despertar um maior interesse no estudo desse controverso intangível, culminando com as alterações das normas internacionais e norte-americanas por meio, respectivamente, dos pronunciamentos IAS 38/98 e FAS 142/01.

Além dos norte-americanos, foram abordados os procedimentos contábeis internacionais emitidos pelo International Accounting Standards Board (Iasb), além dos brasileiros emitidos pela legislação societária.

José Luiz dos Santos (2002), em sua Dissertação de Mestrado apresentada na Universidade do Vale dos Sinos -Goodwill adquirido: estudo comparativo do tratamento contábil entre as normas brasileiras, norte-americanas e internacionais- cuja elaboração foi orientada pelo Prof. Dr. Sérgio Iudicibus, descreve o tratamento do Goodwill adquirido nas normas contábeis emitidas no Brasil, IASB e nos US-GAAP. Santos utiliza o método comparativo para evidenciar as principais semelhanças e diferenças nas referidas normas. Para atingir tal objetivo, inicialmente foram assinalados, ainda que brevemente, a natureza da mensuração dos ativos intangíveis, que formam uma das áreas mais complexas da Teoria da Contabilidade, a partir de que se deu a contextualização do Goodwill, tema controverso, objeto de inúmeros estudos científicos iniciados ainda no século XIX. Essa longa história de dedicação ao estudo do tema demonstra a dificuldade nele envolvida, o que foi decisivo na determinação do problema de pesquisa. Nos capítulos dedicados ao tratamento contábil do Goodwill, foram descritas as principais normas contábeis publicadas pelos organismos responsáveis pela emissão de padrões de contabilidade no âmbito de suas respectivas competências, destacando-se os aspectos gerais, definições, contabilização e amortização do Goodwill. Em continuidade, o autor focaliza a análise comparativa, identificando- as principais semelhanças e diferenças relacionadas ao tratamento contábil do Goodwill, inclusive através da utilização de exemplos práticos, estabelecidos para atingir tal objetivo. Finalmente, explicita as conclusões pertinentes a essa comparação.

Em 2003, Paulo Schmidt e José Luiz dos Santos publicaram artigo na Revista de Contabilidade, em que abordaram a crescente importância que o Goodwill vem assumindo no contexto atual e a necessidade de harmonizar seu tratamento nas combinações de negócios, para o que torna-se essencial a identificação de sua natureza, sua mensuração e suas principais características. Reforçaram que, apesar de a preocupação conceitual sobre o assunto não ser recente, o simples entendimento do que seja Goodwill não alcançou unanimidade até hoje. Os

autores apresentaram uma evolução histórica do Goodwill, reafirmando, sobre a idéia de sua realização: “O verdadeiro Goodwill somente surgirá se os ativos e passivos das entidades adquiridas forem reavaliados por algum tipo de valor de mercado”.

Marcelo Monteiro Perez (2003) apresenta dissertação de mestrado na FEA/PUC-SP, sobre a importância estratégica dos ativos na geração de valor ao acionista, destacando que o processo de globalização da economia e os avanços da tecnologia da informação estão acirrando a competição entre as empresas, forçando-as, cada vez mais, a se diferenciarem de seus concorrentes. Em outras palavras, os ativos intangíveis podem ser poderosos direcionadores de valor para as empresas e, se existem diferenças de desempenho econômico entre as empresas com maior e menor grau de ativos intangíveis em sua estrutura, o preço das ações de uma empresa está fundamentado nas expectativas médias que os investidores têm em relação ao seu desempenho econômico futuro. Por este raciocínio, fica evidente que o valor atribuído às ações pelas forças do mercado revela muito mais uma perspectiva futura do que um justificativa passada. O autor aplicou o critério de Grau de Intangibilidade (GI), verificando que as empresas intangível-intensivas, realmente, criam mais valor aos seus acionistas do que as empresas tangível-intensivas.

Em artigo sobre os intangíveis e os retornos excepcionais, publicado na Revista de Contabilidade nr. 27 de 2004, Ricardo Celoto recorre, para a definição de mensuração de ativos às ideias de vários autores, como Hendriksen (2004, p.486) e Martins (1972, p. 30), resultando na proposição segundo a qual o valor de um ativo é o valor presente líquido dos benefícios futuros que ele pode gerar. O estudo estabelece que as empresas no equilíbrio, em ambiente competitivo, têm lucro econômico zero, conforme depreende-se da afirmação: “No equilíbrio competitivo, quando uma indústria está gerando lucro econômico, há a entrada de novos competidores até que o preço caia e se iguale ao custo marginal.”

Djalma de Pinho Rebouças de Oliveira, em seu livro: Manual de Avaliação de Empresas e Negócios, publicado em 2004, trata, Conceitos Básicos, Importância e Tendências no Processo de Análise e Avaliação de Empresas. Um Modelo Básico para Análise e Avaliação de Empresas e Negócios. São apresentadas as Metodologias para elaborar um Plano Estruturado de Diversificação de Negócios. Trata de Como analisar as Questões Estratégicas no Processo de Avaliação de Empresas e de Negócios, Análise do Mercado, Análise do Goodwill e Estratégias para Fusões de Empresas. Aborda a Análise das Questões

Operacionais na Avaliação de Empresas e Negócios, Análise do Modelo de Gestão, enquanto que, focaliza os temas: Como Incorporar e Consolidar a Nova Empresa ou Negócio, Algumas Características ideais do Executivo Catalisador do Processo de Análise e de Incorporação de Novo Negócio. Por fim,, apresenta sugestões práticas para a Otimizada Avaliação de Empresas e Negócios, dificuldades enfrentadas na análise e incorporação do novo negócio.

José Odálio dos Santos em 2008, no livro *Avaliação de Empresas*, apresenta o passo a passo da análise de risco da atividade empresarial, da Análise das Demonstrações Financeiras e, aborda a projeção das principais demonstrações contábeis, a partir da Técnica da Porcentagem sobre a Receita Líquida de Vendas. Em seguida, apresenta a modelagem dos Fluxos de Caixa Livres. Concentra-se na conceituação e descrição dos procedimentos para calcular a taxa de desconto ou custo de capital que será utilizada para descontar o Valor Projetado dos Fluxos de Caixa Livres., descreve as principais metodologias de avaliação. Já no, aponta para as principais Funções da Administração Financeira e de criação de valor e maximização da riqueza dos acionistas, Valor Econômico Agregado (EVA). Apresenta a técnica do Valor de Mercado Agregado (MVA) a seguir, apresenta, detalhadamente, os procedimentos para calcular o Valor de Mercado do Patrimônio, apresenta-se uma diferenciação básica entre ativos intangíveis e Goodwill e a importância desses itens na Estratégia de Geração de Receita, Lucratividade e Rentabilidade Empresarial. Por fim, são apresentados casos práticos e dinâmicos, para auxiliar no aprendizado da tarefa de cálculo, gestão e monitoramento do valor da empresa, uma vez que engloba a Teoria e a Prática.

Destaque-se, ainda, o documento do Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC 04 – Ativo Intangível, aprovado por intermédio da Deliberação da CVM nr. 553 de 12/11/2008, que corresponde ao IAS 38 e define o Ativo Intangível como um ativo não monetário identificável sem substância física, ou seja, são ativos identificáveis, controlados e geradores de benefícios econômicos futuros. Ao se atender essas condições, devem ser mensurados e divulgados pelas entidades que estão com ações na bolsa de valores. São exemplos de itens que se enquadram nessas categorias amplas: softwares, patentes, direitos autorais, direitos sobre filmes cinematográficos, listas de clientes, direitos sobre hipotecas, licenças de pesca, quotas de importação, franquias, relacionamentos com clientes ou fornecedores, fidelidade de clientes, participação no mercado e direitos de comercialização.

Ainda que não se pretenda exaustiva, o levantamento de obras com foco similar permite afirmar a existência de certa carência de estudos dedicados ao Ativo Intangível, o que empresta relevância à eventual contribuição que o presente trabalho possa trazer. Neste estudo, incluímos obras especializadas em avaliação de empresas e negócios, em busca dos métodos e técnicas mais adequados para mensuração dos ativos intangíveis, principalmente do Goodwill. Entre os autores pesquisados, existe um consenso: a aproximação dos valores contábil e valor econômico resulta na aproximação do valor de mercado.

1.9 Estrutura do Trabalho

O trabalho está estruturado conforme a seguir:

Na primeiro capítulo, está apresentada a *introdução*, em que foram definidos o problema, o questionamento, o pressuposto/hipótese, o objetivo geral e os objetivos específicos, a delimitação, a revisão da literatura, a justificativa e a estrutura do trabalho.

No segundo capítulo, estão descritos, com base no *referencial teórico*, o conceito de ativos intangíveis, as noções de valor e as premissas de avaliação; a definição de Ativos Tangíveis e Intangíveis – capital intelectual e Goodwill - com aplicação do histórico sobre a tecnologia e o reflexo na contabilidade.

No terceiro capítulo, constam os principais conceitos de avaliação de empresas, relativos desde a *mensuração contábil à econômica*, os valores de entrada, os valores de saída, o custo de oportunidade, o tratamento contábil e o tratamento econômico. Os métodos e técnicas de *avaliação de empresas e negócios*, importância do processo de avaliação de empresas, tipos de fontes de recursos, índice de rentabilidade, custo de capital próprio; custo de capital de terceiros, índice de crescimento do valor agregado e os principais modelos de avaliação de empresas e negócios, apresenta-se a metodologia e justifica-se a escolha do métodos e técnicas para avaliação das empresas.

No quarto capítulo, estão as informações, análises e comentários sobre os dados obtidos na pesquisa realizada sobre *o setor eletroeletrônico*, com ilustrações através de gráficos e outras informações complementares.

No quinto capítulo, apresenta-se *o estudo comparativo entre quatro empresas representativas do setor eletroeletrônico – áudio e vídeo: aplicação dos métodos e técnicas de avaliação de empresas para mensuração do ativos intangíveis*. Para tanto, utilizam-se demonstrações contábeis, delimita-se a amostra escolhida, efetua-se o cálculo do valor dos ativos intangíveis. Por fim, apresentam-se as considerações finais deste estudo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Noções de Valor e Premissas da Avaliação

Valor é algo subjetivo - aquilo que tem valor para uma pessoa não necessariamente terá valor para outra – e está ligado ao seu significado e ao seu reconhecimento por alguém.

No dicionário de Língua Portuguesa desenvolvido por Aurélio Buarque de Holanda Ferreira (1975), o verbete “valor” é destacado como:

“Valor [Do lat. Valore] Qualidade pela qual determinada pessoa ou coisa é estimável em maior ou menor grau; mérito ou merecimento intrínseco; valia [...] Importância de determinada coisa, estabelecida ou arbitrada de antemão [...] O equivalente justo em dinheiro, mercadoria, etc., especialmente de coisa que pode ser comprada ou vendida; preço, valia [...] Valor de troca. Econ. Apreço decorrente do fato de que um bem pode ser trocado por outro bem ou por moeda [...] Valor estimativo. O valor que depende da estimativa ou apreço em que se tem o objeto [...] Valor mais provável. Estat. O de uma variável aleatória correspondente a um máximo absoluto da função de densidade de probabilidade.”

Entre outros significados e definições, foram abordados os que mais se relacionam com este estudo. Para Neiva (1999, p. 11), a palavra valor tem muitos significados (contábil, econômico etc):

alguns termos são usados para melhor explicitar o significado da palavra valor: valor atual, valor de livro, valor real, valor intrínseco, valor de liquidação, valor de mercado etc. ... O grau de utilidade de um bem, dentro da escala de preferência do consumidor, é que determina o valor. Tanto a utilidade dos bens como a preferência dos seres.

De acordo com Martins (2001, p. 22):

“Quando falamos em valor, obviamente, falamos em contabilidade e economia, e sua representação monetária. Ou seja, estamos atribuindo quantidade de moeda a algum Ativo ou a alguma obrigação; conseqüentemente, a toda e qualquer receita ou despesa, ou então ganho ou perda” Dessa forma, necessitamos conceituar o valor contábil, o valor econômico e o valor da empresa.

Há várias décadas, gestores, investidores e proprietários de empresas buscam uma resposta técnica à determinação do valor da empresa. Entretanto, os estudos, até hoje, não são completamente satisfatórios. Segundo Gitman (2004, p. 246), “O valor de qualquer Ativo é o valor presente de todos os seus fluxos de caixa futuros”. Em outras palavras, avaliação de empresas sugere a análise do risco e do retorno. O valor de uma empresa ou de um bem é o resultado entre o que os compradores estiverem dispostos a pagar pela compra e o que os vendedores aceitarem como preço de venda.

Para Neves (2002, p.5), “[...] o analista deve procurar conhecer o meio em que se processa a avaliação, nomeadamente quem pretende obtê-la, com que objetivos, que vantagens pretende retirar da compra ou da venda, em que momento pretende a avaliação, etc.” O fator determinante da avaliação está nos planos que um determinado gestor almeja para uma empresa ou para um negócio. Conforme Martins (1972, p.32), o valor de um Ativo “é um fluxo de resultados que se espera obter de um agente”. Ainda para o mesmo autor, a palavra “valor” destaca-se de duas maneiras:

“a) valor patrimonial: o valor da empresa dá-se pelo somatório do Ativo no Balanço Patrimonial; e

b) valor econômico: o valor da empresa está atrelado ao potencial de resultados futuros”.

2.1.1 Valor Contábil

De acordo com os princípios fundamentais da contabilidade, valor é aquilo que pode ser mensurado e atribuído, em bases monetárias e de forma objetiva. É necessário estar calcado em documentos que possam comprovar sua existência. Para a contabilidade, o termo valor é custo, conforme fundamentado em seus princípios básicos. Na aquisição dos Ativos, é o momento em que o valor de custo mais se aproxima do econômico e, na medida em que o tempo passa, este vai se distanciando daquele, tanto pelo desgaste, quanto pelo poder aquisitivo da moeda no tempo. Nesse sentido, é importante apresentar a opinião de Falcini (1995, p.18):

Apesar de esse custo ser perfeitamente conhecido, no momento da compra, momento no qual tal custo representa efetivamente seu valor econômico, à medida que o tempo passa, aquele custo vai se tornando cada vez mais irrelevante para a determinação do valor econômico do bem, em face não só da sua depreciação pelo uso, como também dos progressos tecnológicos, das condições variáveis de mercado e das variações no valor da moeda, entre outros.

2.1.2 Valor Econômico

Na atribuição de valor à empresa, é importante o conceito de valor econômico. Conforme Rappaport (2001, p. 35), “[...] o valor econômico de um investimento é o valor descontado dos fluxos de caixa previstos”.

Ao ampliar essa visão, Falcini (1995, 15) “[...] o valor econômico de um bem pode ser entendido como uma estimativa da tendência de uma relação entre a utilidade quer objetiva,

quer subjetiva, proporcionada por esse bem e a sua valoração”. Falcini continua suas afirmações e destaca a relação entre duas coisas, numa expressão monetária. [...] “No campo econômico, valor pode ser entendido como a relação expressa, geralmente, com preço monetário; assim o valor é a relação e não uma mensuração”. Para explicitar o conceito, Falcini descreve:

Assim, uma avaliação econômica, ao contrário do que possa parecer, não é a fixação concreta de um preço ou valor específico para um bem, mas é uma estimativa de base, uma tentativa de estabelecer, dentro de uma faixa, um valor referencial de tendência, em torno do qual atuarão as forças de mercado; é um ponto de referência muito importante para a análise e compreensão das diversas forças que movimentam e motivam os indivíduos, em economias livres e eficientes, nas suas relações de troca.

O conceito de Falcini parece-nos trazer um sentido mais apropriado de valor econômico, ao afirmar que se trata de criar um ponto de referência e não de estabelecer um preço a alguma coisa.

Entendemos que, ao mencionar “estabelecer, dentro de uma faixa, um valor referencial”, o autor está se referindo que o valor de uma empresa terá números diferenciados, dependendo das partes envolvidas, ou seja, quem está vendendo, perspectivas de rentabilidade do comprador com o novo empreendimento, identificação dos riscos envolvidos, além do ramo de atividade da empresa. Assim, ao se falar em avaliação, trabalha-se com muitas informações subjetivas, de difícil mensuração, principalmente, na valoração de uma empresa.

Acreditamos que todas as definições de valor econômico acima convergem em algum ponto e, levando-se em consideração o risco inerente a qualquer negócio, são parte dos Ativos.

2.2 Ativos

Ativos são agentes que utilizamos para gerar resultado futuro, conforme Martins (1972, p.30), que adota como definição: “Ativo é o futuro resultado econômico que se espera obter de um agente, onde o resultado econômico deve estar relacionado a uma entidade especificamente”. Quanto às características que os Ativos devem possuir, Iudícibus (2004, p. 139) complementa:

1. o Ativo deve ser considerado modernamente, em primeiro lugar, quanto à sua controlabilidade por parte da entidade, subsidiariamente quanto à sua propriedade e posse;
2. precisa estar incluído no Ativo, em seu bojo, algum direito específico a benefícios futuros (por exemplo, a proteção à cobertura de sinistro, como direito em contraprestação ao prêmio de seguro pago pela empresa) ou, em sentido mais amplo, o elemento precisa apresentar uma potencialidade de serviços futuros (fluxos de caixa futuros); para a entidade;

3. o direito precisa ser exclusivo da entidade; por exemplo, o direito de transportar a mercadoria da entidade por uma via expressa, embora benéfico, não é Ativo, pois é geral, não sendo exclusivo da entidade.

Entendemos como característica fundamental a capacidade de prestar serviços futuros à entidade que controla, individual ou conjuntamente, outros Ativos e fatores de produção capazes de se transformar, direta ou indiretamente, em fluxos líquidos de entradas de caixa.

Já na definição exposta nas Normas Internacionais (IAS 38), encontra-se um acréscimo que menciona acontecimentos do passado e do futuro: Ativo é um recurso controlado por uma empresa, como resultado de acontecimentos passados, resultado do qual se espera que fluam benefícios econômicos futuros para a empresa.

Como complemento às definições apresentadas anteriormente, temos Peres (2003, p. 14):

um Ativo é todo o recurso (físico ou não) que esteja sob controle de uma organização e que possa ser utilizado para criar, produzir e oferecer produtos ou serviços aos seus clientes, visando a geração de prováveis benefícios futuros e cujo custo é representado pela capitalização de todos os gastos incorridos para sua aquisição ou desenvolvimento.

Os Ativos são classificados entre os Ativos Tangíveis e os Ativos Intangíveis. Em uma diferenciação simplificada, os primeiros são aqueles que possuem existência física; os segundos, não.

Entretanto, a natureza física não é requisito necessário para que um elemento seja um Ativo. Algumas definições apresentam-no como potencial de prováveis fluxos de benefícios futuros.

2.3 Ativos Tangíveis

São Ativos de fácil identificação. A característica principal é visibilidade, que facilita sua mensuração contábil. Para Iudícibus (2004, p. 225), “O termo tangível significa, literalmente, ‘perceptível ao toque’, ou seja, capaz de ser possuído ou realizado, real e.” Máquinas, veículos, equipamentos industriais, equipamentos de processamento de dados são, entre outros, exemplos de Ativos tangíveis, ou seja, geralmente são comprados, gerando, objetivamente, uma saída de caixa correspondente ao valor pago. Além disso, tais Ativos permitem a mensuração, sem margem de dúvida, a respeito de seu valor, baseada nos documentos de aquisição, nas notas fiscais e nos recibos.

2.4 Ativos Intangíveis

Segundo Hendriksen e Breda (2004, p. 388),

a palavra intangível vem do latim tangere ou tocar, portanto [tais Ativos] não podem ser tocados, porque não possuem corpo físico, no entanto, segundo Schmidt e Santos (2002, p. 15), muitos outros Ativos não possuem tangibilidade e são classificados como se Tangíveis fossem, tais como despesas antecipadas, duplicatas a receber, aplicações financeiras, etc.

Os Intangíveis são Ativos de difícil mensuração, devido a vários fatores: caráter de subjetividade (normalmente gerado internamente na empresa); emprego de tecnologia e Capital Intelectual; efeito sinérgico de uma organização; conhecimento de sua marca etc. Todos esses fatores geram valores além daqueles disponíveis em termos de documentos, ou seja, os Ativos Intangíveis não são passíveis de mensuração objetiva, embora sejam reconhecidos no momento da sua realização.

As Normas Internacionais de Contabilidade (IAS 38) conceituam Ativo Intangível como “um Ativo não monetário identificável, sem substância física, detido para uso na produção ou fornecimento de bens ou serviços, para arrendar a outros, ou para finalidades administrativas.” Encontramos ainda Kohler (1983, p. 315), definindo o Intangível como “um Ativo de capital que não tem existência física, cujo valor é limitado pelos direitos e benefícios que antecipadamente sua posse confere ao proprietário.”

Segundo Martins (1972, p. 33),

itens como patentes, licenças especiais, direitos autorais e outros Intangíveis pela definição do mesmo, não pela incorrência por parte da empresa em qualquer custo de obtenção, mas pela natureza de agentes de futuros resultados econômicos, o autor inclui também como Intangíveis todos os recursos humanos, os dirigidos para a administração, para a produção de bens e serviços ou para outras funções, pois,...são recursos econômicos, Ativos econômicos merecedores de reconhecimento como Ativos contábeis.

Ainda segundo Martins (2001, p. 54), talvez a característica mais comum a todos os itens do Ativo Intangível seja o grau de incerteza existente na avaliação dos futuros resultados que poderão ser proporcionados. Upton (2001, p. 68), quando discute Ativos Intangíveis, relata que pesquisa realizada no The Intangibles Center at New York University fornece duas possíveis definições:

“Definição 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.

Definição Restrita – Ativos Intangíveis são fontes não físicas de prováveis benefícios futuros para uma entidade que foram adquiridos 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.”

Conforme essas definições, verificou-se que a existência de natureza física de um Ativo não é requisito necessário para que um agente seja um Ativo. A discussão se dá no campo do potencial de prováveis fluxos de benefícios futuros. Dessa forma, podemos afirmar que um Ativo é definido pelo seu poder de gerar retornos futuros para quem o possui.

A dificuldade em se identificar os Ativos Intangíveis merece uma atenção especial, tanto por discutir os aspectos mais relevantes desses Ativos, quanto para a mensuração do seu valor.

Recentemente, a Lei das Sociedades por Ações foi alterada pela Lei 11.638/07. Assim, e propriamente no que se refere a Ativos, destacamos:

A legislação em vigor inseriu os conceitos discutidos anteriormente e apresenta a subjetividade, antes relegada ao segundo plano. Nesse caso, o valor do ativo seria discutido apenas na negociação da sua realização por venda, como um Ativo a ser mensurado. Apesar de ser uma iniciativa tímida, a Legislação Societária passa a reconhecer a importância do grupo de Ativos Intangíveis.

2.4.1 Capital Intelectual

Para resumir a informação contábil sobre um elemento patrimonial considerado relevante, deve-se confirmar ou alterar as expectativas, a fim de reduzir as incertezas sobre o passado e o futuro. Muitos autores identificam o Know-how - um conhecimento adquirido que privilegia a empresa, agrega valor ao produto e ao valor da empresa - como Capital Intelectual.

Pode-se entender o Capital Intelectual como um capital não-financeiro, formado por Ativos Intangíveis originários do conhecimento ou, ainda, um conjunto de informações e conhecimentos encontrados em uma empresa o qual agrega valor ao produto ou serviço da própria empresa. Edvinsson e Malone (1997, p. 12) comparam o conceito de Capital Intelectual às raízes de uma árvore, como se segue:

a melhor maneira de compreender o conceito de Capital Intelectual é procurar analisá-lo como se fosse uma árvore, onde o tronco, os galhos e as folhas seriam os demonstrativos financeiros e outros documentos e o que se encontra oculto (as raízes) é o Capital Intelectual.

Esses autores estabelecem a fórmula $[CI = VM - VC]$, em que o Capital Intelectual de uma empresa $[CI]$ é igual ao seu valor de mercado $[VM]$ menos o valor contábil $[VC]$. Na verdade, a afirmação da existência do Capital Intelectual, segundo essa fórmula, aproxima-se da definição de Ativos Intangíveis já apresentada.

Edvisson e Malone (1997, p. 10) também apresentam o Capital Intelectual como resultado da soma dos fatores Capital Humano + Capital Estrutural, assim pronunciando-se sobre esses conceitos:

Capital Humano: formado e empregado quando uma parte maior do tempo e do talento das pessoas que trabalham em uma empresa é dedicada a atividades que resultam em inovação. O Capital humano cresce de duas formas, quando a empresa utiliza mais do que as pessoas sabem minimizando as tarefas irracionais, o trabalho burocrático, inútil, e a competições internas, e quando um número maior de pessoas sabe mais coisas úteis para a organização, estas precisam criar oportunidades de tornar público o conhecimento privado.

Capital Estrutural: pertence à empresa como um todo, pode ser reproduzido e dividido, tem direito aos direitos legais de propriedade: tecnologia, invenções, dados, publicações e processos podem ser patenteados, ter seus direitos autorais registrados ou ser protegidos por leis de comércio secretas. Pode ser vendido e processar qualquer um que os utilize sem permissão. O capital estrutural organiza recursos da empresa para ampliar e apoiar as idéias e o trabalho e fornece informações que ajudam a realizar um trabalho melhor.

Em seguida, os autores definem o Capital de Cliente como o mais valioso, visto que ele paga as contas e constitui riqueza acumulada. Quando o produtor e o cliente não lutam pelo excedente que criaram juntos (economia de custos), mas concordam tácita ou abertamente em possuí-lo juntos, fortalecem a parceria entre comprador e vendedor e ampliam o excedente.

Para Brooking (1996, p. 19 e 82), na mesma linha das classificações anteriores, encontramos o Capital Intelectual, que engloba os Ativos de mercado, Ativos Humanos, Ativo de Propriedade Intelectual e Ativo de Infraestrutura:

Ativos de mercado: Ativos Intangíveis relacionados com o mercado, como marca, clientes, negócios etc.; Ativos humanos: os benefícios que os indivíduos podem proporcionar para as organizações por meio de sua criatividade, conhecimento, habilidade para resolver problemas, tudo visto de 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, patentes, etc.; e Ativos de infra-estrutura: as tecnologias, as metodologias e os processos empregados como cultura, sistema de informações, métodos gerenciais, aceitação de risco, banco de dados de clientes.

As definições apresentadas para o Capital Intelectual escolhidas para este estudo retratam contribuições dos autores para o entendimento dos Ativos Intangíveis. Sua interpretação não se faz de modo completamente claro, dadas as semelhanças que mantêm em relação às definições do Goodwill. Na verdade, segundo nosso entendimento, os recursos humanos e de tecnologia são Ativos Intangíveis que, uma vez identificados, não são parte do Goodwill.

2.4.2 Goodwill

A tarefa de abordar o Goodwill no perfil de trabalho que estabelecemos é complexa, uma vez que, apesar de o assunto vir merecendo a atenção de estudiosos há muito tempo, não há, segundo os próprios especialistas, consenso nas conclusões.

Segundo Martins (1972, p. 55):

o Goodwill tem sido motivo de estudos, debates, artigos, livros, legislação, concordâncias e divergências desde há muitos anos. As citações e referências a ele datam séculos atrás, mas a primeira condensação do seu significado e o primeiro trabalho sistemático tendo-o como tema central parecem ter existido em 1891.

Para Iudicibus (2004, p. 226):

o Goodwill é um dos assuntos mais complexos em Contabilidade. Tem sido considerado sob tripla perspectiva: como o excesso de preço pago pela compra de um empreendimento ou patrimônio sobre o valor de mercado de seus Ativos líquidos; nas consolidações, como o excesso de valor pago pela companhia-mãe por sua participação sobre Ativos líquidos da subsidiária; como valor permanente dos lucros futuros esperados, descontados de seus custos de oportunidade.

Neste tópico, privilegiamos apresentar a definição de Goodwill, conforme proposta de Martins (1972, p.78):

o entendimento de Goodwill está associado à definição de Ativo que considera fundamentalmente o resultado econômico que se espera obter no futuro. Tal delimitação torna dispensáveis as classificações normalmente efetuadas para esclarecer o conteúdo do Goodwill, tais como: natureza dos Ativos (Tangíveis e Intangíveis); concepções de Goodwill (superlucros, subavaliação ou falta de registro de Ativos e máster valuation accounting); classificações do Goodwill (comercial, industrial, financeiro, político, pessoal, profissional, “Capital Intelectual” numa notação mais recente, evanescente, nome ou marca etc); e fatores que causam o surgimento do Goodwill (administração superior, organização ou gerente de vendas proeminente, propaganda eficaz, processos secretos de fabricação, Capital Intelectual, localização privilegiada, legislação favorável, excelente treinamento dos empregados, bom relacionamento com a sociedade, dentre outros.

Conforme Monobe (1986, p.58), “o Goodwill difere dos demais Ativos identificáveis e separáveis, que podem ser transacionados individualmente, pois ele tem sua existência

vinculada à empresa, dela não podendo ser separado ou vendido”. Em sua natureza, é um valor resultante da expectativa de lucros vindouros e dos Ativos não identificados e/ou não contabilizados pela empresa, ou seja, é um residual, entre outros fatores, da eficiência da administração. O autor apresenta uma definição muito importante para que possamos entender o vínculo do Goodwill com a empresa, o efeito sinérgico, ou o Goodwill Sinérgico.

2.4.2.1 Goodwill Sinérgico

O Goodwill Sinérgico surge independente dos Ativos Tangíveis e dos Ativos Intangíveis. Para além da mensuração dos valores econômicos, existe o efeito da sinergia, ou seja, a soma das partes maior do que o todo.

Conforme Monobe (1986, p. 61), “Adaptando o conceito acima para avaliação de Ativos: ocorrendo sinergia positiva, o valor da empresa seria sempre maior do que a soma dos valores econômicos de todos os Ativos utilizados, sem exceção”. Dessa forma, a mensuração do Goodwill Sinérgico seria o verdadeiro medidor da eficiência da empresa em combinar a utilização dos seus Ativos.

Segundo Neves (2002, p.267):

“Sinergia é um termo usado na gestão das empresas, que tem a sua origem nas ciências físico-químicas quando duas substâncias ou factores que, ao reagirem entre si, produzem um resultado superior ao da soma das duas substâncias ou componentes em separado. Este fenómeno também pode ocorrer nas empresas, em particular nos processos de concentração empresarial. Nesses casos admite-se que as empresas sob gestão comum possam valer mais do que a soma das empresas com gestão autónoma.”

Para este autor, a definição de Monobe e a de Neves são complementares à de Martins. Por esta razão, foram escolhidas para este estudo. Em caso de fusão de duas empresas do setor eletroeletrônico, agrega-se valor pela oferta de produtos adicionais aos clientes, otimizam-se os recursos administrativos, com conseqüente ampliação dos resultados.

2.5 Influências Históricas: A Tecnologia e os Reflexos na Contabilidade

Os avanços tecnológicos percebidos atualmente permeiam qualquer análise sobre as mudanças nas estruturas organizacionais; mais especificamente, verificam-se impulsos em ritmo acelerado nos sistemas de informação e de comunicação nas duas últimas décadas. A

tecnologia da informação e das telecomunicações possibilitou a globalização da economia. Esse novo cenário vem alterando, sobremaneira, o ambiente externo às organizações, em termos geográficos e produtivos.

Deve-se considerar, ainda, que a automação da produção e o crescimento do setor de prestação de serviços e de pesquisas alteram, radicalmente, a composição dos custos dos produtos. Consequentemente, o sucesso das empresas estará, prioritariamente, na dependência da administração dos recursos intelectuais e, em grau muito menor, da coordenação física dos empregados que trabalham na produção.

No transcorrer da história do desenvolvimento socioeconômico da sociedade, verificamos a própria evolução da contabilidade e ao relatar esses dados, criamos uma cronologia descritiva da origem dos Ativos Intangíveis (Tabela 1), com destaque para os principais eventos relacionados ao Goodwill, extraídos de Schmidt (2002, p.39-42).

Tabela 1: Evolução Histórica do Goodwill

Ano	Autor	Evento e significado
1571	Decisões Judiciais	Indícios na literatura da especialidade demonstram que o problema da avaliação do <i>goodwill</i> é muito antigo e sua aplicação em decisões judiciais existe há muito tempo: o primeiro registro da utilização do termo data de 1571. Essas primeiras avaliações referiam-se à terra (Catlett e Olson, 1968:8).
1884	William Harris	O primeiro trabalho na área contábil, publicado na <i>The Accountant</i> , referia-se ao crescimento significativo do <i>goodwill</i> com o surgimento das sociedades por ações (Catlett e Olson, 1968:38).
1888	J. H. Bourne	É publicado na <i>The Accountant</i> , sob o título “Goodwill”, um trabalho referindo-se mais detalhadamente ao seu aspecto conceitual. (Catlett e Olson, 1968:10).
1891	Francis More	Primeiro trabalho sistemático tendo como tema central o <i>goodwill</i> - artigo publicado na revista <i>The Accountant</i> , relacionado a avaliação do <i>goodwill</i> , iniciando assim uma nova fase em sua mensuração (Carsberg, 1966).
1897	Lawrence R. Dicksee	Publica em Londres <i>Goodwill and its treatment in accounts</i> , enfocando o assunto sob o ponto de vista de seu tratamento contábil, ressaltando os perigos de contabilizar o mesmo, propondo a imediata liquidação contra o patrimônio líquido nos casos em que ele obrigatoriamente tivesse que ser contabilizado e citando a necessidade da inclusão da remuneração dos acionistas no cálculo (Carsberg, 1966).
1898	Edwin Guthrie	Ministrou palestra, seguindo o pensamento de Dicksee, em que explicitou a

		forma adequada de ajustar o lucro líquido da entidade, obtendo-se uma base apropriada para a avaliação do <i>goodwill</i> . Esse trabalho foi publicado na <i>The Accountant</i> (Carsberg, 1966).
1902	E. A. Browne	Em seu trabalho, publicado na <i>The Accountant</i> , intitulado “Goodwill: its ascertainment and treatment in accounts”, enfatiza que o <i>goodwill</i> deveria ser registrado contra a conta de capital e não aparecer no balanço patrimonial (Catlett e Olson, 1968:38).
1909	Henry Rand Hatfield	Introduz nova maneira de cálculo do <i>goodwill</i> , em sua obra <i>Modern accounting: its principles and some of its problems</i> , publicada em New York. Hatfield foi professor de Contabilidade da Universidade da Califórnia e grande estudioso dos ativos intangíveis em geral. Em seu trabalho, percebeu que o <i>goodwill</i> dependia do montante de superlucros da entidade (Carsberg, 1966).
1914	Percy Dew Leake	Apresenta um estudo intitulado “Goodwill: its nature and how to value it”, publicado na <i>The Accountant</i> (Cadett e Olson, 1968:39), que representou um grande esforço para a evolução do tratamento contábil do <i>goodwill</i> .
1927	J.M. Yang	Publica o estudo intitulado “Goodwill and other intangibles”, em que faz uma retrospectiva histórica do Goodwill (Catlett e Olson, 1968:40).
1929	John E. Canning	Em seu trabalho intitulado “The economics of accountancy”, demonstra a importância do <i>goodwill</i> dos inúmeros contadores, escritores, economistas engenheiros que sobre o tema discutiram anos, sem que se chegasse a um acordo sobre o tratamento contábil (Catlett e Olson, 1968:9).
1936	Gabriel A. D. Prein	Elabora um estudo, posteriormente publicado na <i>Accounting Review</i> (p. 317-329, Dec. 1966), denominado “The law of Goodwill”, sobre as decisões judiciais relativas às tendências campo do <i>goodwill</i> . Essas decisões proferidas foram sofrendo mudança gradativa, partindo do valor relativo às terras, incluindo progressivamente o valor referente à localização do negócio, à clientela formada, à marca, à continuidade da entidade e assim sucessivamente, até chegar ao conceito atual
1937	James C. Bonbright	Em sua obra <i>The valuation of property</i> , discorre sobre a natureza do <i>goodwill</i> , citando que o mesmo não é justificado em termos históricos, mas sim nas crenças dos investidores (Catlett e Olson, 1968:15).
1945	Walter A Staub	Publica uma obra intitulada “Intangibles assets”, <i>Contemporary Accounting</i> , em cujo capítulo 8, descreve a natureza do goodwill e o tratamento contábil a ser dado à escrituração, bem como o de sua amortização. (Catlett e Olson 1968:87).
1946	Roy B. Kester	Em sua obra “Advanced Accounting” o autor discute a respeito do por ele intitulado “Goodwill latente”, que é o excesso de ganhos que existiriam, caso a entidade fosse bem administrada. (Catlett e Olson 1968:41).
1952	William A Paton e Paton Jr.	Elaboraram a obra intitulada “Asset Accounting”, discorrendo sobre a natureza do “Goodwill” (Catlett e Olson 1968:11).
1953	George T. Walker	Em seu trabalho “Why purchased Goodwill should be amortized on systematic basis”, na revista “Journal of accountancy”, o autor ressalta ser o Goodwill ser originado pela capacidade de ganhos acima do normal em

		empreendimentos similares. (Catlett e Olson 1968:11).
1963	Maurice Moonitz	Publica uma obra denominada <i>Accounting: an analysis of its problems</i> , na qual cita o problema que envolve a mensuração do <i>goodwill</i> , em especial no que tange à capitalização de ganhos futuros (Catlett e Olson, 1968:17).
1963	Arthur R. Wyatt	Publica no <i>Accounting Research Study</i> nr. 5 "A critical study of accounting for business combination", descrevendo, entre outros assuntos, o tratamento contábil dado ao <i>goodwill</i> adquirido de 192 companhias (Catlett e Olson, 1968:44).
1963	J. E. Sands	Em sua obra <i>Wealth, income, and intangibles</i> , o autor discute o conceito de custo de oportunidade sobre a provável riqueza futura do empreendimento e afirma que o mesmo só existirá se os investidores estiverem dispostos a pagar por ele (Catlett e Olson, 1968:73).
1966	Raymond J. Chambers	Em sua obra <i>Accounting: evaluation and economic behavior</i> , o autor destaca que o <i>goodwill</i> é um ativo do acionista e não da entidade (Catlett e Olson, 1968:19).
1966	Bryan V. Carsberg	Elaborou um estudo histórico sobre o <i>goodwill</i> denominado "The contributions of P. D. Leake to the theory of Goodwill valuation", publicado na <i>Journal of Accounting Research</i> , University of Chicago.
1968	Catlett e Olson	Elaboram um trabalho que é considerado um marco no estudo contábil do <i>goodwill</i> –publicado, em 1968, pelo AICPA, sob o título <i>de Accounting for Goodwill</i> .
1971	Dean S. Eiteman	Elabora um trabalho denominado "Critical problems in accounting for <i>goodwill</i> ", publicado na revista <i>Journal of Accountancy</i> , do AICPA, em New York.
1972	Eliseu Martins	Elabora tese de doutoramento, apresentada na FEA-USP, denominada <i>Contribuição à avaliação do ativo intangível</i> , marco de referência na literatura brasileira sobre o tema.

Fonte: Schmidt (2002, p.39-42)

Apresentados os eventos históricos do Goodwill, faz-se necessária a consideração da regulamentação financeira, iniciada nos Estados Unidos, em 1887. Hendriksen (2004, p.53) aponta que “A regulamentação financeira começou, nos Estados Unidos, com as estradas de ferro, em 1887, o ano no qual foi fundado o AICPA. Difundiu-se a outros setores, numa tentativa para controlar grupos econômicos gigantescos.”

A contabilidade tornou-se mais complexa. Foi necessário aprimoramento para atender os inúmeros usuários e as exigências de garantia, de modo a certificar que os investimentos dos

recursos eram direcionados à empresa confiável. A partir de então, surgem as influências anglo-saxônicas.

2.5.1 A Influência Anglo-Saxônica

No final do século XIX, a economia dos Estados Unidos cresceu sobremaneira, com o surgimento de grandes corporações, com a ampliação do mercado de capitais e com o progresso do comércio e da indústria. Gerou-se, assim, um ambiente propício para o desenvolvimento da ciência contábil.

Em 1887, os profissionais americanos, apesar de em número pequeno, criaram a Associação Americana de Contadores Públicos (American Association of Public Accountants - AAPA), que posteriormente se tornou Instituto Americano de Contadores Públicos Registrados (American Institute of Certified Public Accountants - AICPA). As associações profissionais influenciaram no modo de exercer a profissão de boa parte dos contadores e propiciaram um impulso ao desenvolvimento da doutrina contábil.

No início do século XX, surgiram as primeiras discussões entre o Instituto Americano de Contadores Públicos e a Bolsa de Valores de Nova York para a promulgação dos princípios de contabilidade.

Segundo Iudícibus (2004, p.33),

A evolução da Contabilidade nos Estados Unidos apóia-se, portanto, em um sólido embasamento, a saber: o grande avanço e o refinamento das instituições econômicas e sociais; o investidor médio é um homem que deseja estar permanentemente bem informado, colocando pressões não percebidas no curtíssimo prazo, mas frutíferas no médio e longos prazos, sobre os elaboradores de demonstrativos financeiros, no sentido de que sejam evidenciadores de tendências; o governo, as universidades e os corpos associativos de contadores empregam grandes quantias para pesquisas sobre princípios; e o Instituto dos Contadores Públicos Americanos é um órgão atuante em matéria de pesquisa contábil, ao contrário do que ocorre em outros países; mais recentemente, a criação do FASB (Financial Accounting Standard Board) e, há muitos anos, do SEC (a CVM deles), tem propiciado grandes avanços na pesquisa sobre procedimentos contábeis.

Nesse período, ocorreu o desenvolvimento das sociedades anônimas e da auditoria, além de investimentos em pesquisas no campo contábil, da contabilidade aplicada, com ênfase no usuário, principalmente na contabilidade gerencial.

Em 1929, a crise no mercado de ações de Nova York fez com que os Estados Unidos e a indústria mundial entrassem no maior colapso que o capitalismo já experimentou. Até 1929, a economia americana se apresentava em pleno vigor, com as ações das companhias negociadas na bolsa em alta e com uma euforia financeira que levava muitas pessoas a venderem seus bens para investirem em ações.

A contabilidade não poderia escapar dessa crise. Foi duramente criticada pela falta de uniformidade nas práticas contábeis e de padrões mais rígidos de atuação; foi, ainda, criticada pela falta de divulgação dos métodos utilizados e pelo excesso de conservadorismo na avaliação dos estoques e no valor das despesas de depreciação.

Para ampliação da visibilidade contábil, foi criada a Emissão de Títulos de 1933, da Lei de Negociação de Títulos de 1934 e de outras leis. A SEC tem função de determinar os procedimentos contábeis e a forma das demonstrações financeiras, divulgadas pelas empresas que possuem ações em Bolsa de Valores. Em 1938, a SEC permitiu que os contadores formulassem os princípios contábeis, e estabeleceu que as demonstrações só seriam aceitas se estivessem de acordo com tais princípios.

Outras instituições foram responsáveis pela regulamentação da contabilidade nos Estados Unidos, entre as quais o Comitê de Procedimentos Contábeis (Committee on Accounting Procedure - CAP), o Conselho de Princípios Contábeis (Accounting Principles Board - APB) e Conselho de Padrões de Contabilidade Financeira (Financial Accounting Standards Board - FASB). Observe-se que o Comitê de Procedimentos Contábeis foi constituído em 1936, com autoridade para pronunciar-se sobre os princípios e condutas contábeis.

Em 1957, para atender aos anseios de melhor comparabilidade das demonstrações, a AICPA propôs uma reorganização das premissas contábeis, além da identificação de princípios e novas de metodologias mais adequados às necessidades de contadores e empresas.

O Conselho de Princípios Contábeis (APB) tinha por finalidades a redação de princípios contábeis geralmente aceitos, a redução de divergências e a promoção de debates sobre questões polêmicas. Seus pronunciamentos deveriam basear-se, principalmente, nos estudos realizados na Divisão de Pesquisa em Contabilidade. Esse Conselho deveria ser composto de

18 a 21 profissionais, escolhidos, em sua maioria, por empresários e representantes do governo.

Como a APB não conseguiu amenizar as discordâncias e divergências nas práticas contábeis nem mesmo ampliar a divulgação das demonstrações financeiras, foi substituída pelo FASB.

O FASB é atualmente o principal órgão de normatização nos Estados Unidos, atuando de forma independente de todas as outras organizações profissionais. É composto por sete membros, que a ele dedicam tempo integral e possuem vasta experiência no campo contábil das empresas. Tem por finalidade não apenas o estabelecimento e o aperfeiçoamento dos padrões de contabilidade financeira, mas também a emissão de pronunciamentos sobre os princípios contábeis, assim como, a divulgação de informações nessa área.

2.5.2 A Influência Internacional

O International Accounting Standards Committee – IASC – organismo da profissão contábil, com caráter internacional, foi criado em 1973.

O IASB (International Accounting Standards Board) é a organização internacional sem fins lucrativos, que publica e atualiza as Normas Internacionais de Contabilidade IAS / IFRS em língua inglesa. O IASB foi criado em 1 de abril de 2001, como integrante da estrutura do IASC (International Accounting Standards Committee), assumiu as responsabilidades técnicas do Comitê a partir daquela data. A criação do IASB teve objetivo de melhorar os anteriores pronunciamentos contábeis internacionais (IAS) emitidos pelo IASC.

Atualmente, todos os pronunciamentos contábeis internacionais publicados pelo IASB recebem a denominação de pronunciamentos IFRS (International Financial Reporting Standard). O novo nome escolhido pelo IASB demonstrou a vontade de transformar, progressivamente, os pronunciamentos contábeis anteriores (IAS) conforme os novos padrões internacionais de reporte financeiro, de modo a responder às expectativas crescentes dos usuários da informação financeira (analistas, investidores, instituições etc).

2.5.3 Influências no Brasil

No Brasil, não temos ainda uma participação tão ativa como a observada entre os organismos internacionais. Ainda assim, algumas atribuições estão definidas, a saber;

O IBRACON- Instituto Brasileiro de Contadores- trata das regras relativas ao exercício da profissão de Auditor.

À CVM – Comissão de Valores Mobiliários- cabe fiscalizar as empresas listadas na Bolsa de Valores.

Ao CFC – Conselho Federal de Contabilidade - cabe definir normas brasileiras relativas à Contabilidade.

O CRC- Conselho Regional de Contabilidade- fiscaliza o exercício da profissão contábil.

O CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis- emite, atualmente, pronunciamentos baseados na tradução de pronunciamentos internacionais.

Existe a expectativa de ocorrer, até 2010, a harmonização entre procedimentos brasileiros e procedimentos internacionais. Dessa forma, ratificar-se-á o consenso de que os Ativos Intangíveis são de difícil identificação, com a determinação de seu valor marcada por um caráter subjetivo, assemelhado ao valor econômico do bem.

3 DA MENSURAÇÃO CONTÁBIL À AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

A mensuração econômica de empresas é um processo subjetivo e que não atende princípios de uma ciência exata. Trata-se de um processo constantemente influenciado por fatores diversos, entre os quais:

- políticas econômicas e fiscais do governo; crescimento da população e programas sociais; gastos públicos;
- políticas tributárias vigentes; política monetária e controle de crédito pelo governo; relação salários – preços;
- composição dos Ativos líquidos;
- preço de mercado das ações da empresa ou preço médio das ações de companhias similares, negociadas no mercado de ações;
- natureza do negócio e a história da empresa desde sua fundação; valor patrimonial da ação e a situação financeira do negócio; competências e habilidades dos administradores da empresa.

3.1 Valor de uma Empresa

O valor de uma empresa é baseado no valor econômico de seus Ativos e no montante de retorno que eles possam proporcionar. Entretanto, a avaliação está sujeita à subjetividade e, como já se mencionou, não atende os princípios de uma ciência exata. Para Zeppelini (2003, p.16) “Avaliar economicamente uma empresa significa determinar o seu valor econômico, quanto ela vale para ser vendida, incorporada, fundida etc.; dito de outro modo, qual o seu provável valor de mercado.” Nesse sentido, Damodaram (2002, 445) descreve:

O valor de uma empresa é o valor presente de seus fluxos de caixa previstos e o que está implícito nesses fluxos de caixa e nas taxas de desconto usadas para descontá-los; é a opinião que os investidores têm a respeito da empresa, seus administradores e seu potencial de geração de retornos excedentes. Embora isso se aplique a todas as empresas, a maior parte do valor que decorre do potencial de crescimento futuro, no caso das empresas de tecnologia, as torna especialmente vulneráveis às mudanças das expectativas.

Ainda nesse mesmo sentido, Rappaport (2001, p. 50) descreve que o valor de uma empresa é a soma dos valores de sua dívida e de seu patrimônio líquido. Por sua vez, o valor da empresa consiste em dois componentes básicos, além de um terceiro, que não faz parte das operações normais da empresa:

- 1) o valor presente do fluxo de caixa das operações durante o período de previsão;
- 2) o “valor residual”, que representa o valor presente do negócio, atribuível ao período além do período de previsão;
- 3) o valor corrente de títulos negociáveis e outros investimentos que podem ser convertidos em caixa, não essenciais à operação do negócio. Esses investimentos e sua receita não estão incluídos nos fluxos de caixa das operações.

Para Copeland, Koller, Murrin (2002, p.65-66), há duas abordagens:

- Na técnica de avaliação contábil, tudo que importa é o lucro contábil da empresa. O Valor é simplesmente o lucro vezes algum múltiplo (o índice preço – lucro ou P/L). Na sua forma mais extrema, a técnica de avaliação contábil diz que o que importa é apenas o lucro do ano corrente ou do próximo ano. Uma forma mais complexa desconta uma série de lucros futuros a uma taxa de desconto predeterminada.
- Na técnica do DCF, o valor de uma empresa são fluxos de caixa previstos para o futuro, descontados a uma taxa que reflita o risco associado a esses fluxos.

Para esclarecimento, a técnica do DCF, ainda segundo Copeland, Koller, Murrin (2002, p.65), “captura todos os elementos que afetam o valor da empresa de maneira abrangente, porém direta. Além disso, ela encontra forte sustentação em pesquisas sobre como os mercados realmente avaliam as empresas.” Para Reis (2002, p. 46):

Sob a ótica do Fluxo de Caixa Descontado, o valor de um empreendimento é função de sua capacidade de geração futura de caixa. O processo de avaliação envolve, portanto, a projeção dos fluxos de caixa das operações, inclusive daqueles esperados após o período explícito da projeção[...]

Esses aspectos influenciam a atribuição do valor. Portanto, precisam ser incluídos na estimativa de valor da empresa. O valor será sempre subjetivo, por ter vinculado a si expectativas de retornos dos seus valores investidos, do potencial que esses podem criar no futuro, não correspondentes ao valor contábil, ou ainda ao valor do seu patrimônio líquido. Para que possamos chegar à mensuração econômica, devemos entender como a contabilidade trata suas informações, no que diz respeito ao registro de valor.

3.2 Os Valores de Entrada

Os valores de entrada representam pagamentos feitos em dinheiro (ou trocas), quando um Ativo ou serviços ingressam na empresa. Pode-se tomar por base trocas passadas, presentes ou futuras(esperadas), de acordo com Hendriksen (2004, p.306):

As medidas de entrada representam o volume de dinheiro, ou valor de alguma outra forma de compensação, pago quando um Ativo ou seus serviços ingressam na empresa por meio de uma troca ou conversão. Os valores de entrada podem basear-se em trocas passadas, trocas correntes ou trocas futuras esperadas.

Em concordância com essa definição e em consideração ao aspecto temporal, Martins (2001, p.28) define:

Os valores de entrada representam o sacrifício que a empresa teve (passado), tem (presente) ou terá (futuro) que realizar para adquirir um dado recurso. As principais opções compreendidas pelos valores de entrada, considerando o aspecto temporal, são as seguintes: passado – custo histórico; presente – custo corrente; e futuro – custo de reposição futuro.

Para o registro dos valores de entrada, destacamos uma das funções da Contabilidade: mostrar o valor dos bens da empresa pelo valor original de compra. Assim, ao se avaliar o valor de um terreno, por exemplo, deve-se levar em conta o valor pago (custo histórico); e o valor da venda (valor de mercado). Ainda é possível contabilizar o bem, ao custo de reposição da mercadoria, ou seja, qual seria o desembolso para repor um determinado bem. A Contabilidade sempre leva em consideração o valor de compra, pois na falta de um valor de mercado correto ou na impossibilidade de se encontrar um valor para um determinado bem, o contador emprega o custo histórico. Com esse princípio, os usuários da informação contábil podem tomar uma decisão mais acertada, com um mínimo de informação confiável.

Deve ser divulgado, entre os usuários da Contabilidade, que o valor de um determinado bem, indicado no balanço patrimonial, é o valor de compra. Se o bem for vendido, terá que ser avaliado pelo preço de mercado. Essa precaução é necessária, já que os usuários da Contabilidade, muitas vezes, desconhecem esse princípio e acreditam que o valor no balanço é o valor de mercado do bem. A partir dessa compreensão equivocada, pode-se tomar uma decisão errada.

A inflação surge como problema, no caso da utilização desse princípio. Muitos autores falam de custo histórico corrigido, procedimento de mensuração no qual a Contabilidade utilizaria

algum índice de preços para corrigir os valores dos efeitos inflacionários. Portanto, ao se analisar um balanço ou uma demonstração de resultado, temos que levar em conta os efeitos da inflação.

Os valores de entrada são utilizados na avaliação de Ativos, principalmente nas demonstrações contábeis (financeira), fundamentando-se em três conceitos importantes para esses relatórios: lucro como diferença entre caixa obtido em um negócio menos o caixa desembolsado; praticabilidade e objetividade. A objetividade agrega praticabilidade (custo, benefício da informação), a consistência (procedimento) e a relevância (utilidade). Diz-se dessa forma conforme a proposição de Iudícibus (2004, p.75): “diríamos que as restrições efetivas ao livre uso dos princípios são de três ordens: quanto à objetividade, quanto à consistência e quanto à praticabilidade (em termos de custo-benefício da informação contábil apropriada por certo procedimento.”

A vinculação de lucro e caixa significa o registro do valor de entrada pelo valor investido nos Ativos. Tal registro pode ser parte do consumo ou a ser consumido, em confronto com o que o mercado está disposto a pagar pelos bens ou serviços produzidos pela empresa. O resultado é o lucro. O valor do Ativo é obtido de forma prática e fácil. Para verificação, basta retomar o documento de entrada que respaldou a operação.

Quando tratamos do presente e do futuro, ou do segmento de mercado de venda, esse grau de dificuldade normalmente aumenta. No aspecto de objetividade, avaliar um Ativo pelo seu valor de aquisição, devidamente respaldado em um documento, pode-se afirmar que é objetivo (verificável e comprovável).

Avaliar com base no preço de venda, mesmo que obtido em vendas anteriores, enseja o reconhecimento de um resultado que poderia ser questionado. Não se pode afirmar que a empresa venderá o determinado Ativo pelo mesmo preço que vendeu no passado, bem como, poderia nunca ter vendido esse mesmo Ativo. Além de que, teria que estimar todos os gastos associados a essa venda, o que elevaria significativamente o nível de subjetividade.

A tabela a seguir faz um resumo a respeito das diferenças entre o custo corrente e o custo histórico.

Tabela 2: Comparativo Custo Corrente X Custo Histórico

Custo Corrente	Custo Histórico
Valor da empresa hoje	Valor histórico
Identificação de receitas e despesas com base na tendência da variação do preço no mercado	Reconhecimento da receita quando da venda dos Ativos
Facilidade na análise comparativa de valores	Alteração do valor do Ativo muda no tempo; dificuldade na comparação
Menor objetividade	Maior objetividade

Tabela adaptada de: TINOCO, João A. P., Caderno de Estudos, FIPECAFI, outubro, 1992

Conforme tabela acima, verificamos as principais diferenças entre o Custo Corrente e o Custo Histórico, entre elas, a mais importante é que o Custo Histórico é objetivamente o valor de mercado no momento da aquisição, mas com o passar do tempo vai se distanciando, já o Custo Corrente, busca manter o valor de mercado atualizado, em função de não haver certeza que será realizado exatamente com esse valor, caracteriza-se a subjetividade.

3.3 Valores de Saída

O uso dos valores de saída para avaliação dos Ativos de uma empresa objetiva atribuir utilidade à informação, por meio da busca de adequada aproximação do valor econômico do objeto avaliado. Em comparação aos valores de entrada, geralmente são mais subjetivos e menos práticos.

Para Martins (2001, p. 95),

os valores de saída são muito usados em relatórios gerenciais, permitindo a identificação oportuna das expectativas de resultados associados às decisões dos gestores. Todavia sua aplicação na contabilidade financeira geralmente se restringe às operações passadas e ao atendimento do conceito da prudência ou conservadorismo (custo ou mercado, dos dois o menor, por exemplo; ou na análise periódica da recuperabilidade dos Ativos destinados ao uso - impairment of assets.).

Quando temos Ativos facilmente realizados no mercado - metais preciosos e certos produtos agrícolas - tais Ativos apresentam preços cotados disponíveis, em um mercado capaz de

absorver rapidamente a quantidade possuída pela entidade, sem que o preço seja significativamente afetado. Nesse caso, são admitidos os preços de saída.

Conforme define Hendriksen (2004, p. 310),

os preços de saída representam o volume de caixa, ou valor de algum outro instrumento de pagamento, recebido quando um Ativo ou seu serviço deixa a empresa por meio de troca ou conversão. Segue-se que o valor dos Ativos, como fluxo esperado descontado, deve ser a medida de interesse quando são usados dados de saída. Quando o produto de uma empresa é, geralmente vendido em um mercado organizado, o preço corrente de mercado pode ser uma estimativa razoável do preço efetivo de venda no futuro próximo. Entretanto, se não se espera que o produto seja vendido a curto prazo, o preço corrente de mercado (utilizado como substituto do preço de venda) deve ser adequadamente descontado.

Os valores de saída são obtidos nos segmentos de mercado em que a empresa oferta seus recursos. Eles representam o benefício que a empresa auferiu (passado), auferir (presente) e auferirá (futuro) com a realização de seus recursos, ou seja, com sua disponibilização no mercado. As principais opções compreendidas pelos valores de saída, considerando os aspectos temporais, são: passado: valor realizado (VR); presente: (valor corrente de venda VCV), valor realizável líquido (VRL), valor de liquidação (VL); futuro: valor de realização futuro (VRF) e valor presente do fluxo futuro de caixa ou valor presente líquido (VPL). Apresentam-se, neste estudo, considerações sobre o Valor Justo de Mercado (Fair Market Value) e o Goodwill, embora esse último não seja um valor de saída, pois ele representa um resíduo em que o diminuendo é o valor econômico ou valor de mercado da empresa, ou seja, um valor de saída.

Apresenta-se um quadro descritivo das várias formas de avaliação, em face de situações específicas.

Tabela 3 Painel de Avaliação Contábil em Face de Situações Específicas

CATEGORIA DO ATIVO	PÚBLICO INTERNO	PÚBLICO EXTERNO	LEI 6.404/76
Ativos Monetários	Liquidez - Fluxo de Caixa Descontado	Idem	Valor original + Rendimentos, ou Mercado (o menor)
Bens para venda - Normais - Críticas	Avaliação/Desempenho Valor Realizável Líquido Custo de Reposição	Idem	Custo Histórico ou Mercado (o menor)
Bens mantidos para uso	Planejamento, Controle e Avaliação de Desempenho	Idem	Custo Histórico ou Mercado (o menor)
Ações negociadas	Liquidez Valor Realizável Líquido	Idem	Custo Histórico ou Mercado (o menor)
Investimentos (não Equivalência)	Liquidez Valor Realizável Líquido	Idem	Custo Histórico ou Mercado (o menor)

Tabela adaptada de: Tinoco, João A. P. Caderno de Estudos, São Paulo, FIPECAFI, outubro, 1992.

O Painel de avaliação contábil, em face de situações especiais, identifica e compara cada categoria dos Ativos. Ele destaca a visão do público interno, do público externo e de como a Lei 6.404/76 trata essas informações.

Nas alterações introduzidas pela Lei 11.638/07, verificamos as seguintes mudanças de postura:

- a essência sobre a forma: insere a subjetividade por implicar em juízo de valor;
- as normas orientadas em Princípios e Julgamento aumentam o poder e a responsabilidade dos profissionais de contabilidade;
- o conceito de “fair value” ou valor justo, que se traduz no valor de mercado ou equivalente, implica a avaliação de todas as aplicações financeiras pelo Custo original (mais a apropriação *pro-rata* dos resultados) ou valor provável de realização, quando esse for menor;
- os investimentos, destinados à negociação imediata, serão avaliados a valor de mercado;
- os Ativos Intangíveis são formados de contas que, anteriormente, eram classificadas no Imobilizado (Marcas e Patentes), no Diferido (Pesquisa e Desenvolvimento) e em Investimentos (Ágio);
- a utilização adequada da conta “Ágio” sofre separação em duas partes:
 1. diferença entre valor de mercado e de valor de custo; e
 2. diferença entre o valor pago e o valor de mercado (verdadeiro Goodwill).

3.4 Custo de Oportunidade

É o termo usado na economia para indicar o custo de algo, em termos de uma oportunidade renunciada. Pode-se considerar até mesmo o custo social da renúncia do ente econômico, advindo de uma determinada decisão. Por exemplo: comprar uma máquina em vez de utilizar

o dinheiro para aplicação financeira. Nesse caso, renuncia-se aos juros que poderiam ser recebidos da aplicação. Dessa forma, o valor dos juros é o custo da oportunidade renunciada.

Para Martins (2004, p. 187),

os agentes econômicos que possuem recursos disponíveis deparam com várias possibilidades de investimentos. Elas geralmente apresentam diferentes características, sendo principais as seguintes: remuneração; prazo; e risco. À medida que selecionamos uma das alternativas de investimento existentes, é possível que percamos os benefícios das demais. Então, a melhor escolha consubstancia-se na que maximiza a satisfação do agente.

A comparação entre o investimento aceito e a melhor alternativa rejeitada pode oferecer relevantes elementos para avaliar a decisão. A consideração ao custo de oportunidade é uma das diferenças fundamentais entre os conceitos de custo econômico e de custo contábil. Avaliar o custo de oportunidade é fundamental em qualquer operação econômica, ainda mais quando não estão explícitos valores financeiros, a exemplo dos preços, o que pode levar à ilusão de que benefícios, sem qualquer custo, poderão ser obtidos. . De acordo com Oliveira (1999, p. 132),

Quer seja o ativo intangível adquirido individualmente ou como parte de uma cesta de ativos, quer seja gerado internamente, quer seja recebido por doação, o problema de sua avaliação econômica deve ser resolvido considerando-se o fluxo de benefícios, custos de oportunidade envolvidos, risco etc.

Para conceituar custo de oportunidade, apresentamos o tratamento contábil e a abordagem econômica.

3.4.1 Tratamento Contábil

A contabilidade gerencial tem utilizado o custo de oportunidade devido às questões que envolvem sua aplicabilidade na gestão empresarial. Explora-se o enfoque pragmático da área, inclusive na gestão de custos. Exemplifica-se: de acordo com os valores de entrada, divisões da empresa, em comparação aos juros internos cobrados pela área financeira com os de mercado, decidem sobre a melhor fonte de recursos (Contabilidade Divisional); utilizam-se valores de saída: área fabril, com pesquisa de preços de venda no mercado dos produtos fornecidos para outros departamentos da empresa (preço de transferência); utilizam-se, também, valores líquidos: comparação dos valores presentes dos fluxos futuros de caixa de projetos de ampliação da capacidade produtiva (decisões especiais).

3.4.2 Abordagem Econômica

A abordagem econômica está ligada à limitação dos recursos e ao uso da melhor alternativa para atender a necessidades ilimitadas, conforme se verifica em Martins (2001, p. 187),

as organizações demandam, junto ao meio ambiente, gama variada de recursos. Estes são processados, transformados em bens e serviços e devolvidos à sociedade, visando satisfazer a suas necessidades. Dessa forma, as empresas estão num contexto de recursos escassos, para atender às necessidades ilimitadas. Portanto, as possibilidades de uso alternativo desses recursos fazem com que passemos de um problema tecnológico, no qual se busca a melhor combinação dos fatores de produção, para um problema econômico.

Nascimento (1998, p. 70), ao apresentar a contribuição de Friedrich von Wieser para a origem do conceito de oportunidade, aprofunda sua caracterização da seguinte forma:

à medida que uma decisão de produção é tomada, dada a escassez dos recursos existentes, os recursos inerentes a serem consumidos ficam comprometidos com aquela produção em particular, não podendo ser utilizados para satisfazer uma decisão de produção de outro bem. Dessa forma, é necessário se conhecer o valor potencial do bem que poderia ser produzido e não foi, com o objetivo de saber a amplitude da contribuição positiva abandonada do bem.

A vinculação do custo de oportunidade ao fluxo futuro de caixa faz com que o valor da empresa seja aumentado ou diminuído, ficando da dependência, assim, da decisão sobre a melhor alternativa.

Ao aproximarmos os valores dos Ativos ao valor econômico, necessitamos obter o valor da empresa, pois, em nosso estudo, verificamos que o Goodwill não pode ser destacado da empresa. Ele, na verdade, é o resíduo do valor de mercado em relação ao valor contábil. Assim, temos que identificar os métodos e as técnicas mais adequados desde a mensuração contábil à econômica com vistas à Avaliação da Empresa.

3.5 Avaliação de Empresas e Negócios

A avaliação de empresas e negócios é um processo estruturado para determinar o valor de uma entidade. Para que isso possa ocorrer, todas as variáveis externas e internas são analisadas e avaliadas quanto aos possíveis resultados futuros. No curso dos negócios, situações especiais requerem a mensuração do valor de mercado de uma empresa. Naturalmente, as partes interessadas querem maximizar os resultados da negociação, em benefício próprio. Seguramente, quando o processo é realizado de maneira lógica e estruturado, consolidam-se os interesses de ambas as partes.

De acordo com Santos (2008, p.101),

No curso dos negócios ocorrem circunstâncias especiais em que se faz necessária a estimativa (total ou parcial) do valor de mercado de uma empresa. Entre elas, destacam-se:

- compra ou venda;
- partilha entre herdeiros;
- determinação do valor das participações sociais;
- fusão de duas ou mais empresas;
- divisão de uma sociedade em duas ou mais empresas;
- dissolução societária.

Dessa forma, é importante fundamentar a avaliação de empresas, a partir de métodos que propiciem avaliação econômica e, conseqüentemente, uma aproximação de valor de mercado.

Neste estudo, buscamos apresentar os principais métodos de avaliação de empresas. Apoiados nos teóricos que embasam a pesquisa, selecionaremos um conjunto de técnicas apropriadas para mensurar o valor da empresa, calcular o valor econômico dos Ativos e, a partir da diferença entre eles, assinalar o Goodwill.

Por meio de índices, verificaremos o grau de correlação entre o valor adicionado aos acionistas e o grau de intangibilidade dos Ativos, apurados pelo Goodwill.

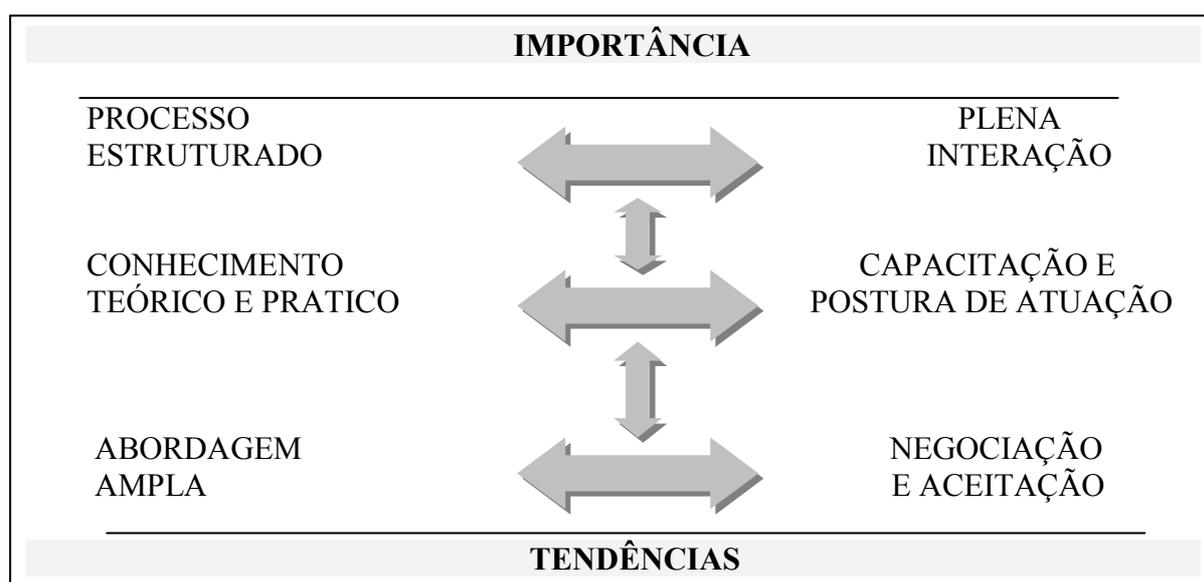
3.5.1 Importância do Processo de Avaliação de Empresas

O processo adequado de análise de empresas, em que todos os aspectos relevantes são levados em consideração, de forma completa e interligados, privilegia, principalmente, a aceitação

pelos dois lados envolvidos. Para tanto, é necessário, conhecimento teórico e prático do conjunto de modelos aplicados por todos os envolvidos no processo de avaliação.

Conforme Oliveira (2004, p. 21-22), “A importância deste processo está correlacionada com a existência de uma estruturação completa e interligada de todas as suas partes e também com os condicionantes e todos os instrumentos administrativos da empresa”.

O mesmo autor descreve, por meio da figura a seguir, a importância, as tendências e as questões relacionadas ao do processo de avaliação.



Quadro 1: Ilustração Goodwill –DRE –VPL (VRL e Goodwill)-Adptado Oliveira (2004 p.21)

O quadro acima se refere a dois pontos significativos: a importância e as tendências do processo de avaliação de empresas e de negócios.

A importância destacada por Oliveira fundamenta-se em duas questões básicas: a primeira é o trabalho com um processo estruturado, em que todos os aspectos sejam analisados de forma ampla e completa, a partir do estabelecimento de parâmetros universalmente consagrados. A segunda é o processo de análise e de avaliação, com plena interação. Para Oliveira (2004, p.20-21):

A importância de um processo de um processo adequado de análise e avaliação de empresas e negócios está correlacionada com duas questões básicas:

a) Para a existência de uma avaliação adequada de empresas e negócios é fundamental saber trabalhar com um processo estruturado, em que todos os aspectos importantes são analisados, de forma completa e interligada, bem como existirem premissas, critérios e parâmetros

universalmente consagrados e, portanto, normalmente aceitos pelas partes envolvidas no referido processo.

b) O processo de análise e avaliação de empresas e negócios deve ter todos os seus componentes ou partes perfeitamente interligados, bem como os fatores condicionantes do referido processo e, também, todos os instrumentos ou sistemas administrativos da empresa.

Além dessas, Oliveira considera outras duas questões fundamentais para o processo de avaliação. A primeira: o conhecimento teórico e prático de um modelo adequado para a avaliação de empresas e de negócios; A segunda é a capacitação e postura de atuação de todos os envolvidos.

Segundo Oliveira (2004, p. 21-22):

[...] às tendências do processo de análise e avaliação de empresas e negócios, podem ser consideradas, também, as seguintes questões:

a) Conhecimento teórico e prático de um modelo adequado para a realização da análise e avaliação de empresas ou negócios.

É necessário que, pelo menos, um dos executivos envolvidos no processo – ou consultor contratado – tenha efetivo conhecimento teórico e prático a respeito do modelo a ser aplicado. Se isto não ocorrer, o processo pode nascer morto ou, pior ainda, ninguém terá conhecimento e capacitação para identificar os procedimentos errados e para reorientar o desenvolvimento do processo de análise e avaliação da empresa ou negócio considerado [...]

b) Capacitação e postura de atuação adequada de todos os envolvidos no processo. É necessário que todos os envolvidos, principalmente o executivo catalisador do processo de análise e avaliação de empresas e negócios, tenham elevada capacitação profissional, bem como otimizada postura de atuação.

Ainda para Oliveira, as tendências e a evolução do processo de avaliação de empresas e de negócios podem considerar duas questões básicas: a primeira é a consideração de uma abordagem ampla, com questões estratégicas ligadas a reduzir o nível de risco e a possibilitar o conhecimento de questões operacionais.; a segunda refere-se a estruturas lógicas, para permitir negociações mais fáceis e de aceitação mais rápida dos valores estabelecidos para as empresas e para os negócios. Conforme Oliveira (2004, p. 21):

Quanto às tendências e evoluções e evolução do processo de análise e avaliação de empresas e negócios, podem-se considerar duas questões básicas:

a) As avaliações de empresas e negócios deixarão de se concentrar apenas nos aspectos econômico-financeiros – e assuntos correlacionados - para terem uma abordagem muito mais ampla, enfocando, também, questões estratégicas e outras questões operacionais, por duas razões principais: reduzir o nível de risco envolvido; e possibilitar uma incorporação mais fácil e rápida, pois o conhecimento da empresa ou negócio analisado será muito mais elevado.

b) Os modelos de análise e avaliação de empresas e negócios serão, cada vez mais, estruturados e lógicos, permitindo negociações mais fáceis e aceitações mais rápidas dos valores estabelecidos para as empresas e negócios.

No processo de avaliação, os fatores que mais contribuem para agregar valor ao negócio são dados pela tecnologia inerente ao produto e pelo modelo de gestão. Esses não são fatores

eminentemente econômico-financeiros. Por outro lado, existe a figura do risco, que é a chance de algum evento desfavorável acontecer. Em sua essência, trata-se de prováveis prejuízos financeiros. Gitman (2004, p. 204) “Do ponto de vista estritamente financeiro, o risco refere-se à variabilidade de retornos relativos a um Ativo.”

O conceito de risco está relacionado ao conceito de retorno. O maior retorno de um investimento implica risco um tanto quanto mais elevado. De maneira geral, quanto mais conhecida a taxa de retorno de um investimento, menor é seu risco, sendo a recíproca verdadeira.

3.5.2 Índices de Rentabilidade [Retorno]

Para Santi Filho e Olinquevitch, (1995, p.229):

A rentabilidade é, ainda, resultante de todo um processo de tomada de decisões acertadas, de condições propícias, de ambiente de mercado, de avanço de tecnologia ou de processo empregado por uma empresa, da qualidade de seus recursos humanos, da qualidade do produto, de políticas governamentais, entre outros.

A política governamental, pela incidência dos tributos, onera o custo do negócio...

De acordo com a idéia de Sveiby (1998, p.182), dependendo da perspectiva adotada, qualquer índice está sujeito a um grande número de interpretações possíveis, de modo que a coerente estrutura conceitual é o fundamento que deve ser construído em primeiro lugar.

Para uma análise de valor adequada, é preciso descrever os índices de retorno, com o intuito de verificar o grau de correlação do valor agregado aos acionistas e o grau de intangibilidade dos Ativos.

3.5.2.1 Retorno sobre Os Investimentos (Return on Investments - ROI)

Para Sveiby, (1998, p.185):

O ROI (retorno sobre o capital investido) é um critério de avaliação de eficiência popular nos círculos financeiros e que avalia o lucro geral pelo capital investido em uma empresa ou em um projeto, daí ser um indicador muito importante da eficiência do capital investido, tanto para os credores, quanto para os proprietários do capital investido. Para os acionistas, o mais importante é quanto eles recebem, deduzidos os impostos, em forma de dividendos sobre o capital que investiram na empresa, isto é, o retorno pós-tributação sobre o seu próprio patrimônio.

Conforme definição do site shopinvest (ver glossário, seção ações e letras), acessado em 22.10.08,

[...]a margem LAJIR (Lucro antes de Juros e Imposto de Renda) é equivalente à margem operacional em outros países, já que mede os lucros da empresa em cada \$1 de vendas, antes de descontar as despesas financeiras e os impostos. A margem é calculada como sendo o LAJIR dividido pela receita líquida de vendas da empresa.

Para Ross (2002, p. 49-50) na aplicação das Margem de lucro e Retorno bruto sobre ativos são utilizados o LAJIR, definidos como: “Lucro antes dos juros e impostos.” Nesse conceito, busca-se o resultado operacional, ou seja, resultado do negócio sem considerar suas fontes de financiamento.

No site seducon, encontramos, em concordância com Iudícibus, na fórmula do ROI, a utilização do LAJIR, e, ainda, a dedução do ativo total o Passivo Circulante, considerado como PF (Passivo Financeiro), mostra-se, assim, a opção por utilizar essa fórmula deduzida, em função de obter o Retorno do negócio, com exclusão das Fontes de Financiamentos e de suas despesas de juros e de impostos, conforme fórmula abaixo:

$$\text{ROI} = \frac{\text{LAJIR} \times [1 - \text{IR}]}{\text{AT} - \text{PF}}$$

Na fórmula:

LAJIR = Lucro antes dos Juros e do Imposto de Renda
 IR= Imposto de Renda
 AT = Ativo Total
 PF = Passivo Circulante

3.5.2.2 Retorno do Ativo Total (Return On total Assets – ROA)

Para medir a eficácia da administração de uma empresa, em termos de geração de lucros com os ativos disponíveis, emprega-se, frequentemente, o retorno do ativo total (return on total assets – ROA).

Para Gitman (2004, p.55),

O retorno do ativo total (return on total assets – ROA), freqüentemente chamado de retorno do investimento (return on investment – ROI), mede a eficácia geral da administração de uma

empresa em termos de geração de lucros com os ativos disponíveis. Quanto mais alto for, melhor. Ele é calculado do seguinte modo:

$$\text{Retorno do ativo total} = \frac{\text{Lucro disponível para os acionistas ordinários}}{\text{Ativo total}}$$

A fórmula apresentada por Gitman, limita a informação, pois, a parcela de Lucro disponível para os acionistas não representa nem mesmo o Lucro Líquido, ou seja, além de deduzir os juros, impostos e despesas, deduz também os dividendos de ações preferenciais. Dessa forma, este autor optou por utilizar essa fórmula deduzida com o LAJIR, em função de obter o Retorno do negócio, com exclusão de juros e de impostos.

$$\text{ROA} = \frac{\text{LAJIR}}{\text{AT}}$$

Para Iudícibus, (2008, p.104),

o Retorno sobre o investimento é provavelmente o mais importante quociente individual de toda a análise de balanço. [...] Uma variante interessante para o cálculo do Retorno sobre o investimento total é feito como:

$$\text{ROI} = \frac{\text{LADEFIR}}{\text{Ativo Total Médio}}$$

LADEFIR é o Lucro antes das despesas financeiras e do imposto de renda. Essa variante permite calcular o retorno “puro” dos recursos investidos no ativo, independentemente de sua origem e do seu ônus tributário. É semelhante à variante operacional.

Este autor, enfatiza que é relevante calcular o retorno “puro” dos recursos investidos no ativo, independente de sua origem e do seu ônus tributário.

3.5.2.3 Retorno do Capital Próprio (return on common equity – ROE)

O Retorno do Capital Próprio (return on equity – ROE) interessa diretamente aos acionistas. É a partir desse índice de rentabilidade que se mede o montante de lucro, em relação ao capital investido.

Para Sveiby (1998, p.185),

Para os acionistas, o mais importante é o quanto eles recebem, deduzidos os impostos, em forma de dividendos sobre o capital que investiram na empresa, isto é, o retorno pós-tributação sobre o seu próprio patrimônio, geralmente abreviado como ROE.

Conforme Gitman (2004, p.55),

O Retorno do Capital Próprio (return on common equity – ROE) mede o retorno do capital dos acionistas ordinários da empresa. Em geral, quanto mais alto o ROE, melhor para os acionistas. O ROE é calculado da seguinte maneira:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro disponível para os acionistas ordinários}}{\text{Patrimônio dos acionistas ordinários}}$$

A fórmula do autor Gitman, limita a informação, por desconsiderar os valores dos acionistas preferenciais, criando assim, uma dificuldade na sua aplicação, pois deve-se calcular o valor do lucro líquido e do Patrimônio líquido apenas dos acionistas ordinários.

Conforme Ross (2002, p.50),

O Retorno do Capital Próprio. Este índice (ROE) é definido pelo quociente entre o lucro líquido (ou seja, depois de juros e impostos) e o patrimônio médio.[...], é igual a:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Patrimônio dos acionistas (médio)}}$$

3.5.3 Tipos de Fontes de Recursos

Existem várias fontes de recursos disponíveis para as empresas. As principais são as seguintes: empréstimos e financiamentos; emissão de ações ordinárias preferenciais; retenção de lucros e emissão de outros títulos.

Essas modalidades costumam apresentar encargos e riscos diferenciados. Esse fato exige um monitoramento cuidadoso, na busca de uma combinação que otimize o custo de capital da empresa. Cabe destacar a diferença entre as estruturas de capital e de financiamento.

3.5.3.1 Capital de Terceiros

A maioria das empresas, ao pedir recursos financeiros a terceiros, depara-se com taxas exigidas que, às vezes, são superiores ao retorno que o investimento pode proporcionar. Mas

se esse raciocínio se comporta como válido, por que então utilizar capital de terceiros? Embora a utilização de capital de terceiros, em algumas situações, possua uma taxa mais alta do que o retorno da empresa, proporciona uma vantagem que não ocorre no capital próprio.

Ao utilizar capital de terceiros, a empresa recebe um incentivo fiscal e a tributação será menor, visto que uma dívida representará um aumento do passivo e uma diminuição do patrimônio líquido.

3.5.3.1.1 Custo de Capital de Terceiros

O capital de terceiros é sempre mais barato que o capital próprio. À medida que a empresa toma mais capital de terceiros, sua capacidade de pagamento começa a diminuir e o risco de inadimplência aumenta. Por essa razão, os credores cobram taxas mais altas, pois correm um risco maior.

As taxas de juros sobre o capital de terceiros irão aumentar até que o incentivo fiscal não compense mais. O custo dessa dívida poderá até ultrapassar o custo do capital próprio.

Para medida dessa proporção, apresentamos a seguinte fórmula, também extraída do site: seducon:

$$KI = \frac{DF}{CT}$$

Nessa fórmula, KI representa o custo de capital de terceiros; DF, as despesas financeiras e CT, o capital de terceiros. O KI é o custo de capital de terceiros, antes do imposto de renda, o KI é igual ao Kd mencionado por Gitman a seguir:

Conforme Gitman (2004, p.404),

o custo de capital de terceiros, antes do imposto de renda, Kd' no caso de uma obrigação, pode ser obtido de três formas diferentes: cotação, cálculo ou aproximação.[...]

Uso de cotação de custo – quando os recebimentos líquidos com a venda de uma obrigação são iguais a seu valor de face, o custo antes do imposto de renda iguala-se à taxa de cupom. [...] Uma segunda opção, usada às vezes, é o retorno esperado até o vencimento (YTM) de uma obrigação com risco semelhante.[...]

Cálculo do custo – Esse enfoque consiste em encontrar o custo de capital de terceiros antes do imposto de renda calculando a taxa interna de retorno (TIR) dos fluxos de caixa da obrigação. Do ponto de vista do emitente, esse valor é o custo até o vencimento dos fluxos de caixa associados à dívida. [...] Representa o custo anual de capital de terceiros antes do imposto de renda.

Aproximação do custo – o custo de capital de terceiros antes do imposto de renda. K_d' , [...] pode ser aproximado com o uso de equação.

Em função das citações de Gitman, apresentamos a seguinte fórmula:

$$K_{ir} = K_i \times [1 - IR]$$

Nessa fórmula, K_{ir} é igual ao custo de capital de terceiro, descontado do imposto de renda, desconsiderando o benefício fiscal.

3.5.3.1.2 Grau de Alavancagem Financeira (GAF)

Alavancagem financeira se relaciona à capacidade que uma empresa possui de usar recursos, com um custo fixo no financiamento de suas operações, a fim de aumentar o retorno aos seus acionistas.

Assaf Neto (2003, p.104) considera que “se uma empresa vale mais do que o capital nela investido, então terá ela criado riqueza. Para tanto, é indispensável que o capital investido produza um retorno acima de seu custo de oportunidade”.

Ainda segundo ponderação de Assaf Neto (2003, p.36), “percebe-se que o valor intrínseco de uma empresa é função dos benefícios econômicos esperados de caixa, do risco associado a esses resultados e da taxa de retorno requerida pelos investidores.”

A fórmula para cálculo da alavancagem financeira é:

$$GAF = \frac{ROE}{ROA}$$

Escolhemos a abordagem de Ross para demonstrar dentre outras possíveis. Para entender a afirmação de Ross (2002, p.266) sobre que “a alavancagem financeira de uma empresa está associada à intensidade com que a empresa utiliza recursos de terceiros, em lugar de seus próprios”, vamos decompor as fórmulas do ROE e do ROA:

$$\text{GAF} = \frac{\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}}{\text{ROA} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}}$$

Dessa forma , temos:

$$\text{GAF} = \frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Ativo Total}}$$

A operação resultará num coeficiente que irá indicar: quanto mais próximo de zero, haverá maior alavancagem financeira, e ao contrário, quanto mais próximo de 1, haverá então, maior utilização de capital próprio.

Portanto, o custo de capital pode funcionar como um limite mínimo para o retorno dos investimentos, abaixo do qual a empresa deverá experimentar uma desvalorização.

Um dos usos do custo de capital é servir como taxa referencial para as decisões de aceitar/rejeitar os investimentos, com eliminação das alternativas que apresentem retornos incapazes de gerar valor para a empresa.

3.5.3.2 Capital Próprio

A uma primeira impressão, pode-se imaginar que o capital próprio da empresa não possui nenhum custo, pois mantê-lo não requer desembolsos. Trata-se de uma visão puramente contábil, visto que manter capital próprio não acarreta nenhum prejuízo. No entanto, sob uma visão econômica, o capital possui um custo.

Conforme Gitman (2004, p.264),

O capital próprio é representado pelos fundos de longo prazo proporcionados pelos proprietários da empresa, ou seja, seus acionistas. Uma empresa pode obter capital próprio internamente, retendo lucros em lugar de distribuí-los como dividendos a seus acionistas, ou extremamente, vendendo ações ordinárias ou preferenciais.

O capital próprio é o valor investido pelos sócios, ou seja, os fundos que são depositados na empresa, para que a empresa possa realizar sua atividade fim. O lucro auferido pela empresa é o capital gerado internamente. A venda de ações também é fonte de recursos capital próprio também.

3.5.3.2.1 Custo de Capital Próprio

É a taxa de retorno que os investidores demandam das empresas pelo uso de seu capital. Assim, o custo de capital também é a taxa de desconto usada para calcular o valor presente de uma série de recebimentos futuros. Tipos de taxas de custo de capital incluem o custo médio ponderado de capital, custo de capital de acionistas e o custo do capital de terceiros.

Por exemplo, vamos supor que as empresas de um determinado bem X produzam um rendimento anual de 10%. Uma empresa do setor deverá produzir um retorno semelhante. Se alguma empresa produzir um retorno de 5%, do ponto de vista contábil, seus acionistas auferem lucro investindo nela, mas, economicamente, têm um prejuízo, pois, se os recursos fossem aplicados em outra empresa, o retorno seria de 10%, que é a média esperada do setor.

A empresa, então, só pode realizar projetos que deem um retorno de, pelo menos, 10%, que seria o custo desse capital. Quer dizer que, ao utilizar-se de capital, a empresa já incorrerá em um custo de 10%.

Segundo Martins (2001, p.206),

uma entidade necessita de recursos (humanos, financeiros, tecnológicos etc.) para operar. Eles podem ser obtidos de vários agentes econômicos, como, por exemplo, acionistas, debenturistas, banco, entre outros... Sua captação em níveis adequados exige uma retribuição atraente, e seu dimensionamento, mesmo que aproximado, é tido como muito importante para a gestão dos empreendimentos.

Conforme Gitman (2004, p.408),

O custo de capital próprio é o retorno exigido pelos investidores nas ações ordinárias. Existem duas formas de financiamento com ações ordinárias: (1) retenção de lucros e (2) novas emissões ordinárias. Como primeira etapa do cálculo dos custos de cada uma dessas modalidades, vamos

estimar o custo do capital próprio.[...] O custo de capital próprio é a taxa à qual os investidores descontam os dividendos esperados da empresa para avaliar suas ações. Duas técnicas são usadas para medir o custo de capital próprio. Uma delas apóia-se no modelo de avaliação com crescimento constante e a outra, no modelo de formação de preços de ativos (CAPM).

Para Ross (2002, p. 271),

Consideramos o caso de um projeto cujo beta é igual ao da empresa. Se a empresa só utilizar capital próprio, a taxa de desconto do projeto será igual a:

$$R_F + \beta \times [R_M - R_F] = K_E$$

Onde R_M é o retorno esperado da carteira de mercado e R_F é a taxa livre de risco. Em palavras, a taxa de desconto do projeto é igual à estimativa do retorno esperado do título de acordo com o CAPM. Se o beta do projeto diferir do beta da empresa, a taxa de desconto deverá basear-se no beta do projeto. O beta do projeto geralmente pode ser estimado determinando-se a média dos betas de empresas do setor no qual o projeto será realizado. O beta de uma empresa é determinado por diversos fatores. Talvez os três fatores mais importantes sejam:

- Oscilação cíclica das receitas;
- Alavancagem operacional;
- Alavancagem financeira

Para este autor, a fórmula do CAPM foi deduzida, com inserção do α , que representa o Risco-Brasil, Por essa razão, ela é iniciada pelo indicador $K_E = \text{CAPM}$.

$$K_E = R_F + \beta \times [R_M - R_F] + \alpha$$

Quando tratamos de títulos isolados, devemos examinar suas características, tais como: Retorno Esperado, Variância e desvio-padrão e Covariância e Correlação, aplicáveis quando do cálculo do Beta. De acordo com Ross (2002, p. 206),

1. Retorno esperado. Esse é o retorno que um indivíduo espera de uma ação no próximo período. Evidentemente, como se trata apenas de uma expectativa, o retorno efetivo poderá ser mais alto ou mais baixo do que o esperado. A expectativa de um indivíduo pode ser simplesmente se o retorno médio por período que um título tenha obtido no passado. Alternativamente, pode basear-se numa análise detalhada das perspectivas de uma empresa, em algum modelo desenvolvido em computador, ou em informação especial (privilegiada).

2. Variância e desvio-padrão. Há muitas maneiras distintas de medir a volatilidade do retorno de um título. Uma das maneiras mais comuns é a variância, que usa os quadrados das diferenças do retorno de um título em relação a seu retorno esperado. O desvio-padrão é a raiz quadrada da variância.

3. Covariância e correlação. Os retornos de títulos individuais estão relacionados uns aos outros. A covariância é uma estatística que mede a associação entre os retornos de dois títulos. Alternativamente, essa associação pode ser expressa em termos da correlação são elementos fundamentais para o entendimento do coeficiente beta.

Quando desejamos medir a variabilidade de ações individuais, utilizamos a Variância e o desvio-padrão, ou seja, ao medir a relação entre a taxa de retorno de uma ação e a taxa de retorno de outra ação, utiliza-se uma medida estatística de associação entre duas variáveis: a covariância e a correlação.

3.5.3.2.2 Custo Médio Ponderado de Capital (Weighted Average Cost Of Capital – Wacc).

Ross (2002, p.271) aponta que, se uma empresa utilizar capital de terceiros, a taxa de descontos que deve ser usada é o r WACC. Para se calcular o r WACC devem ser estimados os custos de capital próprio e capital de terceiros, aplicáveis a um projeto.

O Custo Médio Ponderado de Capital (Weighted Average Cost of Capital – WACC), por sua vez, é estimado a partir da média ponderada entre o custo do capital próprio, medido geralmente pelo CAPM, como já comentado anteriormente, e o custo do capital de terceiros. A determinação do custo do capital de terceiros é feita pela ponderação do custo das diversas dívidas onerosas, descontado o benefício fiscal. O WACC pode ser assim determinado:

$$WACC = K_e \left(\frac{E}{E+D} \right) + K_d \left(\frac{D}{E+D} \right)$$

K_e = custo do capital próprio

E = valor de mercado do capital próprio

D = valor de mercado das dívidas

K_d = custo do capital de terceiros, antes do imposto de renda

Após adaptação das fórmulas relativas a custo de capital de terceiros, custo de capital de terceiro descontado o imposto de renda, custo de capital próprio CAPM, obtemos a seguinte fórmula para o WACC:

$$WACC = \frac{CT}{AT} \times K_{ir} + \frac{PL}{AT} \times KE$$

CT = capital de terceiros

AT = ativo total

K_{ir} = custo das dívidas descontado do imposto de renda

PL = patrimônio líquido

KE = custo do capital próprio

3.5.3.2.3 Índice de Crescimento do Valor Agregado

O índice de Crescimento do Valor Agregado teve sua origem na Tese de Kassai, apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuaria da FEA/USP, em 2001.

O estudo originou-se da pesquisa intitulada “Aspectos observados na conciliação entre os métodos valor presente líquido (VPL) e economic value added (EVA)”. Entre outras contribuições daquele estudo, Kassai propôs a criação de um modelo de análise de balanços denominado de índice de crescimento de valor agregado (ICVA).

A fórmula está apresentada na tabela a seguir:

Tabela 4: Fórmula ICVA

ICVA = MVA / EVA / Ke	
Na fórmula	
ICVA	Índice de crescimento de valor agregado
MVA	Valor de mercado agregado
EVA	Valor econômico adicionado
Ke	Custo de Capital Próprio - CAPM

3.5.4 Modelos de Avaliação

Para Oliveira (2004, p.224), modelo é uma representação, abstrata e simplificada, de uma realidade da empresa ou negócio, em seu todo, ou em partes.

No glossário aplicável à engenharia de avaliações do IBAPE/SP,

avaliação é atividade que envolve a determinação técnica do valor quantitativo, qualitativo, ou monetário de um bem, ou de seus rendimentos, gravames, frutos, direitos, seguros, ou de um empreendimento, para uma data e um lugar determinado. (<http://www.ibapepb.jpa.com.br/glopart1.htm>, acessado em 22.10.08).

Conforme Copeland, Koller e Murrin (2002, p.19),

Essa nova realidade impõe um desafio aos administradores de empresas: a necessidade de administrar valor. Eles precisam focar, como nunca antes o fizeram, o valor que está sendo criado pela estratégia corporativa e pelas estratégias das unidades de negócio. Nessa busca por valor, eles descobrem que precisam considerar alternativas radicais [...] e precisam de meios mais confiáveis e sistemáticos de procurar oportunidades na turbulência que resulta da confluência entre estratégia e finanças. Por exemplo, como resultado de reestruturações, as empresas enfrentam oportunidades sem precedentes de adquirir ativos e negócios que podem valer mais para elas do que para os proprietários.

Em resposta à necessidade de medidas de desempenho que expressem a adequada criação de riqueza por um empreendimento, apresentam-se, a seguir, os principais modelos de avaliação de empresa.

3.5.4.1 Modelo (VE) Valor da Empresa

Para alcançar o valor da empresa, um possível parâmetro é o das demonstrações contábeis. Entretanto, é reconhecida a necessidade de ajustes ao valor econômico, em função da perda do poder aquisitivo da moeda, dos desgastes dos Ativos, assim como de fatores ligados à tecnologia e o respaldo em termos de mercado, conforme (MARTINS, 2001, p.265), [...] “O conjunto de demonstrações pode ser ajustado para aproximar o custo de aquisição do valor econômico da entidade. Os ajustes envolvem a depreciação, estoques, Ativos Intangíveis, leasing e outros itens patrimoniais”.

Iudicibus (2008, p.242) alerta para a ideia de que

Mais importante do que calcular e tentar analisar dezenas e dezenas de quocientes, de forma desordenada, é escolher uma série básica de quocientes e, a seguir,

- Formar uma tendência, no tempo, da empresa;
- Comparar com padrões externos e ou interno.

E, o mesmo autor ainda aconselha: “Lembre-se de que os maiores analistas de investimentos, os mais afortunados homens de negócios, não precisaram mais do que uma dezena de quocientes selecionados para auxiliá-los em suas tomadas de decisões.”

Conforme Santos (2008, p.108),

O Valor da Empresa (VE) é calculado por meio da ponderação média e capitalização dos lucros históricos por uma taxa de retorno ou custo de capital (i) que corresponda ao risco do negócio e reflita as incertezas de mercado. Em seguida, soma-se o valor dos ativos não-operacionais ao valor operacional, para se chegar ao total da empresa.

Com base nos ajustes necessários, aconselhados por Martins; a partir da orientação de Iudicibus sobre a seleção dos métodos mais adequados ao momento da avaliação e, ainda, com respaldo na fórmula sugerida por Santos, oferece-se a sugestão da seguinte fórmula para obtenção do valor da empresa:

Tabela 5: Fórmula Valor da Empresa

$VE = LL / Ke + CT$	
Na fórmula	
VE	Valor da Empresa
LL	Lucro Líquido
Ke	Custo do Capital Próprio - CAPM
CT	Capital de Terceiros

3.5.4.2 Modelo do Investimento a Valor de Mercado

O Valor do Investimento a Valor de Mercado é obtido a partir de cotação de mercado. O método para obtenção do Valor de Mercado é o da Reavaliação.

Conforme o caput do Art. 8º da Lei 6.404/76, para se realizar a Reavaliação, é necessária a nomeação de peritos, em número de três, ou a escolha de uma empresa especializada, de modo que o ato deve ser aprovado em Assembléia. Consequentemente, os peritos (ou a empresa especializada) deverão elaborar um laudo técnico do qual constarão todas as informações relacionadas à Reavaliação.

Para este estudo serão considerados o Valor do Ativo a Custo Histórico, em função da restrição estabelecida pela Lei que rege as Sociedades Anônimas, acima mencionada.

3.5.4.3 Modelo Baseado no Valor de Mercado Agregado no - (Market Value Added - Mva®)

Ao conceituar o MVA, Kassai J. et al. (1999, p. 183) explana:

Market Value Added (MVA®) ou valor de mercado agregado, é uma medida que avalia o valor econômico da empresa como um todo e em relação ao potencial de resultados futuros. O MVA® é interpretado como a diferença entre o valor da empresa menos o valor de seus investimentos, a preços de mercado. É aquela parcela adicional, aquele ‘algo mais’ normalmente de difícil mensuração, e também conhecido como Goodwill.

Em confirmação a Kassai, Martins (2001, p.255) afirma que [...] o MVA® se constitui na medida de um dos vários significados atribuídos ao Goodwill.

O MVA é apurado pela diferença entre o valor de mercado da empresa e o montante de capital investido pelos acionistas e credores (investimento total).

Frezatti (2002, p. 78) explica e conceitua o MVA® da seguinte maneira:

Uma proposta de instrumento que permita ampliar a capacidade de gestão, relacionando-a com o valor da entidade é o Market Value Added (MVA®), que corresponde à diferença entre o valor de mercado da empresa e o capital investido ou a medida de valor que a empresa criou, aos olhos do investidor, excedendo os recursos já comprometidos no negócio.

Com os conceitos apresentados anteriormente, torna-se perceptível a abordagem dos autores quanto aos seguintes pontos: a expectativa de geração de resultados futuros; a relação com o Goodwill e o valor de mercado x investimentos efetuados.

Conforme Santos (2008, p.171), o MVA® representa a diferença entre o Valor de Mercado Patrimônio Líquido e seu Valor Contábil, considerando a soma dos montantes contabilizados em Ações Ordinárias e Lucros Retidos.

Martins (2001, p. 248) transcreve a equação, segundo Ehrbar, da fórmula para cálculo do MVA® como:

$$\text{MVA}^{\circledR} = \text{valor de mercado} - \text{capital total}$$

Pode-se considerar que o valor de mercado se define como sendo aquele pelo qual a empresa poderia ser comercializada, em dado momento. Pode ser caracterizado da seguinte maneira:

$$\text{Quantidade de ações (ordinárias e preferenciais)} \times \text{preço das ações em certa data.}$$

Assim, o valor de mercado resultaria da soma do valor de mercado do capital próprio com o valor de mercado do endividamento.

3.5.4.3.1 Método baseado no Valor Econômico Adicionado (Economic Value Added Eva®)

O método EVA® foi criado por Joel e G. Bennett Stewart III e patenteado por sua empresa, a Stern Stewart & Co. Desenvolvido durante a década de 80, foi amplamente divulgado por Stewart, em 1991.

O EVA®, em relação aos outros métodos, apresenta facilidade de aplicação que ocorre por meio dos relatórios contábeis. Definido de forma simples, o EVA® é obtido pela diferença entre a remuneração mínima exigida pelos acionistas e o lucro apurado pela empresa.

Segundo Neves (2002, p. 214),

O economic value added (tradicionalmente conhecido por resultado supranormal ou resultado residual) é determinado pela diferença entre os resultados operacionais após impostos previstos para a empresa e o montante de resultados exigidos pelos acionistas e pelos credores. Corresponde, assim, ao excedente de resultados operacionais relativamente ao resultado exigido pelos acionistas e pelos credores. O Valor actualizado desse excedente é conhecido como market value added, [...] corresponde ao Goodwill.

A equação do EVA® representa-se por:

$$\text{EVA}^{\circledR} = \text{Nopat} - (\text{C}\% * \text{TC})$$

Onde:

Nopat = resultado operacional líquido depois dos impostos (*Net Operating Profit After Taxes* – nosso retorno operacional sobre os Ativos);

C% = custo percentual do capital total (próprio e de terceiros);e

TC = capital total investido.

Conforme Iudícibus (2008, p.229),

Cabe aqui salientar que o EVA®, em relação ao fluxo de caixa descontado, é um índice mais objetivo, não tem estimativa, evitando assim julgamentos e manipulações das premissas e dos resultados, o que facilita no momento de decidir e acompanhar a remuneração dos gestores.

A depreciação está considerada dentro dos custos e das despesas operacionais, no resultado, para efeito de NOPAT. Manter o efeito da depreciação é correto, vez que ela representa a amortização econômica do investimento nos ativos a serem repostos para a continuidade do empreendimento. Neves utiliza o NOPAT = Lucro Operacional após os Impostos, menos C% = custo percentual do capital total (próprio e de terceiros) multiplicado pelo TC = Capital total investido que equivale ao ROA-WACC = (Retorno sobre os Ativos) menos (Custo Médio Ponderado de Capital), quando multiplicado pelo AT (Ativo Total), ou seja, sua fórmula

poderia ser equiparada a $EVA = LL - PL \times Ke = (\text{Lucro Líquido}) \text{ menos } (\text{Patrimônio Líquido})$, multiplicado por (Custo de Capital Próprio CAPM).

De acordo com Iudícibus, (2008, p.231),

Encontram-se duas formas de cálculo do NOPAT: a forma financeira e a forma operacional. As duas chegam ao mesmo valor.[...] Assim, o NOPAT (lucro operacional líquido) pode ser representado da seguinte maneira:

Receitas líquidas
(-) Custos e despesas operacionais
(=) Lucro operacional antes dos impostos
<hr/>
(-) Impostos (líquidos do efeito de juros de capital de terceiros)
(=) NOPAT (Lucro operacional líquido após impostos)

Cabe explicitar a fórmula do EVA® deduzida, como abaixo :

Tabela 6: Fórmula EVA

$EVA^{\circledR} = AT \times [ROA - WACC] = LL - PL \times Ke$	
Na fórmula	
AT	Ativo Total
ROA	Retorno sobre os Ativos
WACC	Custo Médio Ponderado de Capital
LL	Lucro Líquido
PL	Patrimônio Líquido
Ke	Custo do Capital Próprio CAPM

O EVA® é um método utilizado para medir a verdadeira lucratividade de uma empresa e o que ele traz de novo é a confrontação do retorno com o custo de capital necessário para gerá-lo. Muitas empresas, ou mesmo unidades de negócios dentro delas, desconhecem o custo de capital mobilizado nas suas operações. Se relacionarmos o EVA e o MVA, o MVA representa as expectativas de mercado sobre o resultado de uma empresa estando. Portanto, ligado ao futuro, o EVA está voltado à avaliação de desempenho da gestão e comunicação dos resultados econômicos alcançados. Sendo assim, na medida que a Administração conseguir elevar o EVA, por consequência, obterá maior MVA.

3.5.4.4 Modelo do Valor Presente dos Dividendos

Para Neiva (1999, p. 31), o modelo do valor presente dos dividendos baseia-se no “conceito de que o preço de uma ação é o valor presente de seus futuros fluxos de dividendos, descontados pela taxa de retorno exigida pelos acionistas”. Dessa forma, propõe que o valor da empresa seja calculado de acordo com o valor futuro dos dividendos.

A taxa de retorno exigida pelo investidor é definida por Neiva (1999, p. 32) “(...) como a soma de uma taxa de retorno para investimentos livres de risco mais um prêmio de risco, necessário para compensar o investidor por assumir um risco adicional por manter determinada ação”.

Ainda para Neiva (1999, p.32), o prêmio de risco depende do nível de certeza associado ao fluxo futuro de dividendos. Quando o nível de certeza diminui, o prêmio de risco aumenta.

Conforme Weston & Brigham (1979, p. 344-345),

Utiliza-se do desvio-padrão como medida de risco dos retornos esperados. O prêmio de risco é determinado pelo produto do coeficiente “ α ” (indicação da “Curva de Mercado – CML”) com o índice de risco definido como desvio-padrão dos retornos. A CML é determinada com base na relação entre Risco e Taxa de Retorno Exigida. Quanto maior a indicação da CML, maior o risco e, portanto, a taxa de retorno exigida

Pode-se encontrar a taxa de retorno exigida pelo investidor pela seguinte fórmula:

Tabela 7: Fórmula do $K =$ Taxa de Retorno Exigida

$K_S = R_F + \alpha \sigma$	
Na fórmula	
K_S	taxa de retorno exigida pelos acionistas
R_F	taxa livre de risco
α	coeficiente (inclinação da “Curva de Mercado – SML”);
σ	desvio-padrão dos fluxos futuros de dividendos

É Neiva (1999, p. 33) quem afirma que o modelo do valor presente do dividendo é, normalmente, usado para determinar o preço teórico de uma ação. Na prática, esse preço é comparado com o preço atual (ou de mercado) da ação.

O valor atual dos fluxos de dividendos pode ser determinado pela seguinte fórmula:

Tabela 8: Fórmula Valor Atual dos dividendos futuros esperados

Valor da Ação = $P_0 = VA$ (valor atual dos dividendos futuros esperados) =	
$\frac{D_1}{(1+K_s)^1} + \frac{D_2}{(1+K_s)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+K_s)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K_s)^t}$	
Onde:	
D	fluxo de dividendos
K_s	Taxa de retorno exigida pelos acionistas

Completa Neiva (1999, p.33-35), com

a análise do valor presente de dividendos é importante que a empresa acompanhe o crescimento da ação do qual é dividido e exposto como:

- valor da ação com crescimento zero;
- valor da ação com crescimento normal;
- valor da ação com crescimento acima do normal.

Para o cálculo do valor futuro do dividendo também se usa como base o modelo de Gordon, que objetiva definir a melhor taxa para representar o crescimento dos dividendos futuros.

O modelo de Gordon, conforme Martins (2001, p. 211-212), é definido como:

(...) o preço teórico de uma ação é igual ao valor presente dos fluxos futuros de dividendos que ela é capaz de proporcionar. Sua principal versão pressupõe que os dividendos crescem a uma taxa média constante e cumulativa (g) por um tempo indefinido. Se denominássemos o preço de mercado como P^0 e o dividendo do próximo ano como D^1 , o rc seria a taxa de rendimento requerida pelos acionistas, calculada com base na seguinte expressão:

$$P_0 = \frac{D^1}{rc - g} \Leftrightarrow rc = \frac{D^1}{P^0} + g$$

Um dos problemas apontados no modelo de Gordon refere-se à taxa de crescimento g , bem como o pressuposto implícito de que o incremento se manterá constante indefinidamente. Aperfeiçoamentos desse modelo oferecem a possibilidade de um crescimento diferenciado nos fluxos futuros de dividendos.

Em concordância a essa afirmação e apresentando limitações dos Modelos baseados em dividendos, Neves (, 2002, p. 187) salienta que:

Uma das maiores dificuldades de aplicação dos modelos baseados em dividendos surge nas situações em que as empresas não distribuem dividendos. Aparentemente, nesses casos, por mera aplicação algébrica do modelo, a atualização de dividendos nulos dará um valor nulo e, absurdamente, conclui-se que a empresa não tem valor.

De acordo com Martins (2001, p. 270), o valor da ação de uma empresa pode ser calculado com base no fluxo futuro de dividendos. No modelo Gordon, a grande questão é a definição de qual será a taxa de crescimento dos dividendos futuros (g). A taxa utilizada para descontar os dividendos futuros seria a taxa de retorno exigida, ou seja, o custo capital.

3.5.4.5 Modelo Baseado no Preço/Lucro (P/L) de Ações Similares

Segundo Martins (2001, p. 270),

este modelo de avaliação baseado no Preço/Lucro (P/L) de ações similares constitui-se na comparação da empresa com outras que apresentam características semelhantes (segmento econômico, nível tecnológico, perfil gerencial etc.). A relação entre o preço e o lucro por ação (P/L) dessas outras entidades seria multiplicada pelo lucro da avaliada, produzindo o suposto valor do empreendimento, ou seja: $P/L = x \dots P = x \cdot L$. Esse indicador, num mercado eficiente, proporciona uma medida normalizada para comparar os preços das ações. Uma relação P/L alta indica a existência da expectativa de crescimento dos benefícios gerados pela empresa. Ela também é interpretada como o tempo em que se recupera o investimento inicial, considerando que os níveis de benefícios permanecerão constantes. O inverso desse quociente (Lucro/Preço) é uma medida de rendimento do título. Na realidade, apesar de aceito pelo mercado, observamos algumas limitações nesse modelo, tais como: 1- considera o lucro contábil; 2- ignora o valor do dinheiro no tempo e os riscos; e 3- considera implícita a idéia de eficiência de mercado.

Este modelo consiste em utilizar-se da relação do Preço com Lucro para estabelecer, a partir do Lucro, o Preço, sendo o X resultante da divisão do Preço pelo Lucro e tendo esse X multiplicado pelo Lucro num período qualquer, pode-se estabelecer um Preço relativo a esse Lucro.

3.5.4.6 Modelo de Capitalização dos Lucros

Este modelo consiste em utilizar-se dos lucros médios ponderados, antes dos juros e tributos, e capitalizá-los a uma taxa subjetivamente determinada. O valor desta taxa, segundo Martins (2001, p. 271), “em pequenos negócios que apresentam certa tradição de lucratividade, a taxa de capitalização geralmente é fixada entre 33% e 17%. Ela também pode ser expressa em múltiplos (6, 3 etc)”.

A título de críticas que se possam fazer neste sistema de avaliação de empresas, cita-se que o objeto principal de análise é o lucro extraído da Demonstração de Resultados do Exercício. Esse lucro é contábil, apurado pela contabilidade fiscal e em obediência às leis que regem a contabilidade. Outro ponto conflitante é a subjetividade da taxa de capitalização que deve ser escolhida criteriosamente.

Segundo Martins (2001, p.271), a principal limitação atribuída a esse mecanismo é que ele parte do lucro apurado pela contabilidade tradicional.

3.5.4.7 Modelo dos Múltiplos de Faturamento

De acordo com Martins (2001, p. 271), o modelo de múltiplos de faturamento consiste numa versão simplificada do modelo de capitalização dos lucros.

Essa facilidade talvez faça com que esse seja o modelo mais utilizado. Nele, o lucro contábil é substituído pelo faturamento da empresa, e torna irrelevantes as informações sobre os demais itens do resultado do exercício. Essa opção, segundo Martins (2001, p.271), pode surtir efeitos satisfatórios naqueles empreendimentos que não possuem um sistema contábil ou que nele não se pode confiar.

Para Martins (2001, p.272),

A simplicidade do modelo dos múltiplos de faturamento parece compatível com pequenos negócios (padarias, farmácias, etc.), em que os eventos econômicos associados às operações da entidade possuem baixo nível de complexidade e existe forte homogeneidade no setor. Assim, como base na experiência do avaliador, a fixação primordialmente subjetiva do multiplicador tende a não compreender a aproximação do valor econômico do empreendimento.

3.5.4.8 Modelo dos Múltiplos do EBITDA

Há alguns anos, os múltiplos de fluxo de caixa têm substituído os múltiplos de lucro na avaliação de empresas. O EBITDA- Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization- (ou, lucros antes dos juros, impostos sobre o lucro, depreciação, amortização e exaustão) é determinado e, combinado com os multiplicadores, resulta em um valor estimado para a empresa.

Um exemplo simplificado, apresentado a seguir, ilustra a aplicação desse modelo, considerando um múltiplo de 3, definido em função da tradição de lucratividade.

Hipoteticamente, uma empresa em processo de avaliação poderia apresentar o seguinte demonstrativo de resultado:

Tabela 9: Demonstração de resultados – EBITDA – Fluxo de Caixa

Demonstração de Resultado (em\$)	
<i>Itens do Resultado</i>	<i>Valores</i>
Vendas	1.200
Custos das Vendas	(400)
Despesas operacionais (que afetam o caixa)	(200)
Lucro antes dos juros, tributos sobre o lucro, depreciação, amortização e exaustão – EBITDA	600
Depreciação, amortização e exaustão	(300)
Resultado financeiro	(100)
Lucro antes dos tributos sobre o lucro	200
IR + Contribuição social	(70)
Lucro líquido	130

Fonte Martins (2001 p. 273).

Da análise das demonstrações contábeis, observou-se que a empresa possui uma aplicação financeira de \$ 50 e dívidas no valor total de \$ 600. Para efeito de cálculo do valor da empresa, como citado anteriormente, será utilizado o múltiplo de 3 em função da tradição de lucratividade que a empresa apresenta. O valor total para a venda seria:

Tabela 10: Modelo dos Múltiplos de Fluxo de Caixa

<i>Itens</i>	<i>Valor</i>
EBITDA	\$ 600
Multiplicador	3
Sub- Total	\$ 1.800
Aplicações financeiras	\$ 50
Dívidas	(\$ 600)
Valor da empresa	\$ 1.250

Fonte: Martins (2001 p. 273).

Um ponto importante a considerar, segundo Martins (2001, p. 273), é a escolha do multiplicador, o qual influencia diretamente no valor estimado da empresa. Na escolha desse indicador, o avaliador precisa ser criterioso. O uso dos multiplicadores apresenta indiretamente a ideia de períodos para o retorno do investimento (payback).

Esse modelo de avaliação é recomendado para avaliar empresas que atuam dentro de setores econômicos homogêneos. Cada segmento econômico tende a aplicar o seu multiplicador, em função da estrutura e da formação de seu resultado e das taxas de retornos requeridas pelos proprietários ou acionistas.

3.5.4.9 Modelo do Fluxo de Caixa Livre

O fluxo de caixa livre é gerado pela empresa após dedução dos impostos, investimentos permanentes e variações esperadas no capital circulante líquido, ou seja, é o valor “que sobraria” para os fornecedores de recursos (acionistas ou proprietários).

Segundo Martins (2001, p.280), para fins de avaliação, o fluxo de caixa livre (FCL) parece interessante. Ele é gerado pela empresa após a dedução dos impostos, investimentos permanente e variações esperadas no capital circulante líquido.

Não se pode confundir o fluxo de caixa livre com o fluxo de caixa corrente. O fluxo de caixa corrente diz respeito à continuidade da empresa e admite os investimentos necessários para sua perpetuidade. O fluxo de caixa livre diz respeito à distribuição ou ao aumento do capital e admite o valor excedente de caixa.

O fluxo de caixa livre é apurado da seguinte forma:

Receitas líquidas de vendas

(-) custo das vendas

(=) lucro antes dos juros e tributos sobre o lucro (Ebit)

(+) ajuste das despesas operacionais que não provocam a saída de caixa

(=) lucro antes dos juros, tributos sobre o lucro, depreciação, amortização e exaustão (Ebitda)

(-) I. R / Contribuição Social

(=) Geração de caixa operacional

(-) Investimentos (Permanentes e Circulantes)

(=) Fluxo de caixa livre para os acionistas

Pode-se observar que o fluxo de caixa livre desconsidera os investimentos já feitos e representa apenas o fluxo de caixa da empresa. O fluxo de caixa do acionista considera os efeitos dos financiamentos efetuados com capitais de terceiros.

Normalmente, se fazem projeções para o fluxo de caixa em períodos que variam entre cinco e dez anos. Essas projeções variam de acordo com fatores, tais como preços dos produtos, volume de vendas, custo das matérias-primas, despesas operacionais e variáveis macroeconômicas (juros, câmbio, inflação, etc.).

Considera-se ainda o prazo ou perpetuidade em que a empresa existirá após o período de projeção. O valor da perpetuidade é aquele que o negócio possuirá, após o período de

projeção em termos atuais. Geralmente, ele é estimado com base no fluxo de caixa livre do último período de projeção e incrementado pela expectativa de crescimento.

Sua equação de cálculo, segundo Martins (2001, p. 283) que determina esta perpetuidade, é dada por:

Tabela 11: Fórmula de Perpetuidade

Perpetuidade = $\frac{\text{FCL}(t) \times (1 + g)}{\text{CMePC} - g}$	
Na fórmula	
FCL(t)	fluxo de caixa livre no último período de projeção
CMePC	custo médio ponderado de capital
G	Taxa de crescimento

O fluxo de caixa livre utiliza-se de informações trazidas a valor presente, a que chamamos de taxa de desconto. Esta taxa de desconto deve estar próxima à taxa de oportunidade, dada pelo custo médio ponderado de capital. Há que se considerar, também, a estrutura de capital associada aos juros dos capitais de terceiros.

Desta forma, a taxa de desconto mais apropriada seria o custo do capital próprio. A determinação do custo de capital é difícil de ser feita. Diante disso, utiliza-se uma taxa que seja coerente e que possa projetar a realidade econômica da empresa.

O fluxo de caixa da empresa, como pudemos observar, parte do lucro operacional, descontado do imposto marginal da empresa. Além disso, temos que somar a depreciação, descontar os investimentos e a variação da necessidade de capital de giro.

3.5.4.10 Modelo do Fluxo de Caixa Descontado

De acordo com Martins (2001 p. 275), tem-se o modelo do fluxo de caixa descontado como uma das melhores alternativas para medir a capacidade de geração de riquezas de uma organização. Este modelo não considera o lucro contábil, que está geralmente distante do real valor de uma organização. O fluxo de caixa demonstra o valor econômico das contas

patrimoniais e permite até reconhecer o Goodwill, com a devida preocupação em avaliá-lo corretamente.

Conforme Damodaran (1997, p.12-13), pode-se trabalhar basicamente com dois fluxos de caixa: o Fluxo de Caixa do Acionista e o Fluxo de Caixa da Empresa. O fluxo de caixa do acionista pode ser obtido pelo desconto dos fluxos de caixa dos dividendos ou do desconto dos fluxos de caixa livres do acionista. A avaliação pelo fluxo de caixa descontado de dividendos parte do princípio de que o valor de uma ação corresponde ao valor presente de seus futuros fluxos de dividendos, descontados pela taxa de retorno, exigida pelos acionistas. A ilustração a seguir equaciona o assunto:

Tabela 11: Fluxo de Caixa Descontado – Valor Econômico da Empresa

Valor Econômico da Empresa	(=)	Valor presente do Fluxo de Caixa Operacional	(+)	Valor de mercado dos Ativos não operacionais	(-)	Valor de mercado das dívidas financeiras
Valor para o Acionista	(=)	Valor presente do fluxo líquido de caixa	(+)	Valor de mercado dos Ativos não operacionais		

Fluxo de caixa descontado – Valor econômico da empresa. Fonte: Martins (2001 p. 276).

O modelo de avaliação de empresas pelo fluxo de caixa descontado, segundo Martins (2001, p. 280), permite vários modos de determinar o valor de empresas e, sobre esta consideração, cita que:

[...] nessa categoria de modelos de avaliação, as cinco principais variáveis são as seguintes:

- a) fluxo relevante de caixa: o patrimônio de uma empresa vale aquilo que consegue gerar de caixa no futuro;
- b) período de projeção: o fluxo de caixa deve ser projetado para um espaço de tempo que permita sua previsão com razoável confiança;
- c) valor da perpetuidade ou residual: os fluxos de caixa não cobertos pelo período de projeção devem ser quantificados (perpetuidade com ou sem crescimento ou valor residual ou terminal);
- d) condições do endividamento financeiro; e
- e) taxa de desconto: a taxa de juro usada para descontar fluxos de caixa ao seu valor presente deve ser aquela que melhor reflita o custo de oportunidade e os riscos”.

Fizemos um estudo dos métodos e técnicas para avaliação econômica das empresas, para obter o valor da empresa, de que, deduzido do valor patrimonial/total dos Ativos, resulta o Goodwill. Diversos modelos foram estudados, dentre os quais escolhemos um conjunto de métodos e técnicas para efetuar a aplicação nos balanços das empresas selecionadas na amostragem.

Verificamos que os todos os métodos apresentam vantagens e desvantagens na sua utilização e que os métodos não são excludentes entre si, mas sim, complementares, Sua utilização é fundamental para se estabelecer o ponto de partida da avaliação, ou seja, a partir da publicação dos Balanços, buscamos avaliar quais empresas poderiam gerar maior interesse numa situação de aquisição. Os métodos estudados relativos aos valores de entradas são:

Custo Histórico (ou Original): sua vantagem principal é a objetividade e praticabilidade, porém não considera os desembolsos futuros para sua reposição, além de não levar em conta o valor do dinheiro ao longo do tempo;

Custo Histórico Corrigido: como vantagem principal apresenta a manutenção do poder aquisitivo da moeda; de outro lado, porém, necessita de investimentos em sistemas de processamentos de dados com maior capacidade para registrar e calcular as variação das operações registradas, assim como, levanta-se a dificuldade de se estabelecer o índice mais adequado para cada empresa.

Custo Corrente: Apresenta o valor que deveríamos desembolsar (caso tivéssemos que repor o ativo na data de hoje); associa o lucro ao caixa; é importante para tomada de decisão, mas impõe uma necessidade elevada de controle para sua aplicação.

Custo Corrente Corrigido: equivale ao custo histórico corrigido, tendo vantagens e desvantagens idênticas.

Custo Futuro de Reposição: sua vantagem é elevar o grau de utilidade da sua informação, porém existe uma incerteza muito grande quanto à realização das previsões.

Estudamos também, os Valores de Saídas, em comparação aos valores de entrada, geralmente são mais subjetivos e menos práticos.

Os valores de saída são aqueles obtidos nos segmentos de mercado em que a empresa oferta seus recursos. Eles representam o benefício que a empresa auferiu (passado), aufere (presente) e auferirá (futuro) com a realização de seus recursos, ou seja, com sua disponibilização no mercado. Consideramos que podem fazer parte do processo de avaliação e de escolha no momento de aquisição, principalmente pela possibilidade de se projetar a receita que as empresas poderão auferir. As principais opções compreendidas pelos valores de saída, considerando os aspectos temporais, são: passado: valor realizado (VR); presente: (valor corrente de venda VCV), valor realizável líquido (VRL), valor de liquidação (VL); futuro: valor de realização futuro (VRF) e valor presente do fluxo futuro de caixa ou valor presente líquido (VPL):

Valor Realizado: as principais vantagens do valor realizado estão no atendimento aos conceitos de objetividade e praticabilidade. O reconhecimento do resultado, após sua efetiva realização, porém, a exclusiva utilização do valor realizado gera a ocultação das expectativas de geração de riqueza associada às decisões tomadas e ao afastamento do valor econômico do empreendimento;

Valor Corrente de Vendas: aproxima-se mais do valor econômico do Ativo avaliado. Essa característica é muito importante na tomada de decisões, principalmente para a avaliação de desempenho dos gestores, pois proporciona-lhes a aproximação do valor possível de se realizar. O Valor Corrente de Vendas em mercados não organizados, esse valor eleva o grau de subjetividade, em virtude do conflito de interesses entre o comprador e o vendedor, pois o Ativo ainda não passou pelo crivo do mercado;

Valor Realizável Líquido: o valor realizável líquido reduz a dificuldade na projeção de entrada futura de caixa, ou seja, reforça o grau de utilidade da informação. Entretanto, em mercados não organizados, eleva o grau de subjetividade, em virtude do conflito de interesses entre o comprador e o vendedor. Isso ocorre porque tal valor ainda não passou pelo crivo do mercado;

Valor de Liquidação: os valores de liquidação têm sua utilidade quando é exercida a atividade de desmanche de empresas, mas a obtenção de valores está impregnada de subjetividade, devido à falta de um mercado organizado de venda forçada;

Valor de Realização Futuro: o valor de realização futuro aproxima-se mais do valor econômico do Ativo avaliado. Em mercados não organizados, o VRF eleva o grau de subjetividade, em virtude do conflito de interesses entre o comprador e o vendedor. Isso porque esse valor ainda não passou pelo crivo do mercado;

Valor Presente Líquido: o valor presente do fluxo futuro de caixa é a opção que mais se aproxima do valor econômico do Ativo avaliado. Está em um dos mais elevados níveis de atendimento ao conceito de sua utilidade. Quando utilizamos o valor presente líquido, com base em dados confiáveis, ele se torna imbatível na apuração do valor econômico do Ativo que se quer medir. O valor presente do fluxo de caixa mostra-se vulnerável no tocante à objetividade e à praticabilidade. Isso se deve ao fato de que todas as suas variáveis são subjetivas e/ou de difícil (senão impossível) obtenção.

Pelas desvantagens apresentadas, o Valor Presente Líquido foi desconsiderado no processo de avaliação, pois o processo de avaliação estudado se limita ao ambiente externo da empresa. Desse modo, a dificuldade de se obter os dados necessários exclui esse método do estudo.

Na continuidade do trabalho, verificamos os métodos e técnicas de avaliação de empresas, no intuito de se obter o Valor da Empresa, a saber:

Modelo Baseado no Valor da Empresa: O modelo é adequado, porém é limitado aos índices a serem utilizados, para cálculo do Custo de Capital. É possível utilizar dados publicados e, assim, não depender de dados internos da empresa.

Modelo do Investimento a Valor de Mercado: O Valor do Investimento a Valor de Mercado é obtido a partir de cotação de mercado. O método para obtenção do Valor de Mercado é o da Reavaliação. No presente estudo, não existe cotação para todas as empresas, e utilizaremos o Valor dos Ativos Totais. Dessa forma, fica mantido o mesmo critério para todas as empresas estudadas comparativamente.

Modelo Baseado no Valor de Mercado Agregado no - (Market Value Added - Mva®): Conforme Martins (2001, p.255), [...] o MVA® se constitui na medida de um dos vários significados atribuídos ao Goodwill. Torna-se perceptível a abordagem de todos os autores pesquisados quanto aos seguintes pontos: a expectativa de geração de resultados futuros; a relação com o Goodwill; e o valor de mercado x investimentos efetuados. No presente estudo, optou-se pela diminuição do Valor da Empresa (-) O Valor dos Ativos Totais = Goodwill.

Método Baseado no Valor Econômico Adicionado (Economic Value Added Eva®): O MVA representa as expectativas de mercado sobre o resultado de uma empresa, estando, portanto, ligado ao futuro. O EVA está voltado à avaliação de desempenho da gestão e à comunicação dos resultados econômicos alcançados. Sendo assim, na medida que a Administração consiga elevar o EVA, por consequência, obterá maior MVA. O EVA será utilizado para verificar a influência da Gestão para agregar valor para empresa, ou seja, quanto maior for o EVA, maior será o Goodwill. Em outra palavras, verificar qual é o grau de correlação, entre o valor adicionado aos acionistas e o grau de intangibilidade dos Ativos.

Modelo do Valor Presente dos Dividendos: para Neiva (1999, p. 31), o modelo do valor presente dos dividendos baseia-se no “conceito de que o preço de uma ação é o valor presente de seus futuros fluxos de dividendos, descontados pela taxa de retorno exigida pelos acionistas”. Portanto, propõe que o valor da empresa seja calculado de acordo com o valor futuro dos dividendos. Quando a empresa não apresenta distribuição de dividendos, o valor teria que ser projetado, distorcendo a apuração do valor adicionado em cada período, por isso, não estaremos adotando esse modelo.

Modelo Baseado no Preço/Lucro (P/L) de Ações Similares:

Segundo Martins, (2001, p. 270),

este modelo de avaliação baseado no Preço/Lucro (P/L) de ações similares constitui-se na comparação da empresa com outras que apresentam características semelhantes (segmento econômico, nível tecnológico, perfil gerencial etc.). A relação entre o preço e o lucro por ação (P/L) dessas outras entidades seria multiplicada pelo lucro da avaliada, produzindo o suposto valor do empreendimento, ou seja:

$$P/L = x \dots P = x \cdot L$$

Consideramos adequados para mercados organizados, porém, em momentos de crise podem distorcer significativamente os números, além da exposição à volatilidade do mercado brasileiro. Dessa forma, não utilizaremos esse modelo no presente estudo.

Modelo de Capitalização dos Lucros: este modelo consiste em utilizar-se dos lucros médios ponderados, antes dos juros e tributos, e capitalizá-los a uma taxa subjetivamente determinada. O valor desta taxa, segundo Martins (2001, p. 271), “em pequenos negócios que apresentam certa tradição de lucratividade, a taxa de capitalização geralmente é fixada entre 33% e 17%. Ela também pode ser expressa em múltiplos (6, 3 etc)”. Não é o caso do Setor Eletroeletrônico, em que o modelo de gestão é fundamental para a sobrevivência da empresa, face à invasão de produtos estrangeiros e a necessidade de evolução tecnológica constante, não havendo como se definir exatamente a lucratividade. Dessa forma, não utilizaremos esse modelo no presente estudo.

Modelo dos Múltiplos de Faturamento: De acordo com Martins (2001, p. 271), o modelo de múltiplos de faturamento consiste numa versão simplificada do modelo de capitalização dos lucros.

Essa facilidade talvez faça com que esse seja o modelo mais utilizado. Nele, o lucro contábil é substituído pelo faturamento da empresa, e torna irrelevantes as informações sobre os demais itens do resultado do exercício. Para pequenos negócios é aconselhável. Para o presente estudo, o valor da empresa deve estar associado à lucratividade, elimina-se assim, a utilização desse modelo.

Modelo dos Múltiplos de Fluxo de Caixa: Há alguns anos, os múltiplos de fluxo de caixa têm substituído os múltiplos de lucro na avaliação de empresas. O EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization ou, lucros antes dos juros, impostos sobre o lucro, depreciação, amortização e exaustão) é determinado e combinado com os multiplicadores, resultando em um valor estimado para a empresa. Esse modelo não considera o Custo de Capital Próprio, nem o Custo de Capital de Terceiros. As empresas do Setor de Eletroeletrônico apresentam-se muito alavancadas, sendo assim, o valor da empresa estaria muito distorcido, então, não escolhemos esse modelo também.

Após estudo dos principais modelos de avaliação de empresas (métodos e técnicas), para evidenciar os retornos anormais obtidos por intermédio de investimentos em Ativos intangíveis, mais especificamente, para as empresas do setor eletroeletrônico de áudio e vídeo, a partir do ambiente externo à empresa, escolhemos um conjunto de modelos que pode apoiar empresários, acionista e profissionais da empresa, na tomada de decisão.

Durante o processo de apuração do Goodwill, necessitamos empregar:

▪ o custo de capital de terceiros;	Ki
▪ o custo de capital de terceiros, descontado do imposto de renda;	Kir
▪ o custo de capital próprio Modelo CAPM;	Ke
▪ o custo médio ponderado;	WACC
▪ o valor econômico adicionado;	EVA
▪ o investimento a valor de mercado;	IVM
▪ o valor de mercado adicionado - <i>Goodwill</i> ;	MVA

Acrescentamos aos modelos os seguintes índices, para justificar o VE – Valor da Empresa e seu Goodwill :

▪ retorno sobre os investimentos;	ROI
▪ retorno sobre os ativos;	ROA
▪ retorno sobre o patrimônio líquido;	ROE
▪ grau de alavancagem financeira;	GAF
▪ índice de crescimento do valor agregado.	ICVA

Os demais modelos apresentados neste estudo são úteis na avaliação de empresas para outros segmentos, devido à característica inerente a cada um deles.

A composição dos índices e dos modelos a serem aplicados são melhores compreendidos com o conhecimento específico do setor eletroeletrônico.

4 O SETOR INDUSTRIAL DE ELETROELETRÔNICOS

4.1 Contexto do setor industrial de eletroeletrônicos

O Setor Industrial de Eletroeletrônicos no Brasil, especificamente de áudio e vídeo, atualmente, sofre com o processo abertura de mercado, que se iniciou na década de 90 e, ao longo desses anos, causou o fechamento de diversas indústrias, devido à falta de competitividade da indústria local. As entidades representativas do setor, Eletros e Abinee, divulgaram dados relativos de Áudio e Vídeo até 2006. Em 2007, as empresas do setor de eletroeletrônicos passaram a fabricar produtos de informática, na tentativa de substituir a redução das Vendas de produtos de Áudio e Vídeo. Diante disso, o presente estudo foi limitado até 2006 para manter a comparabilidade dos dados.

4.1.1 A Economia Brasileira a partir da década de 90 a 99

A economia brasileira na década de 90 ficou marcada por enfrentar dois grandes desafios: um diz respeito à estabilização, pois após diversos planos fracassados (desde os anos 80), finalmente assistimos à redução drástica da inflação, cujo objetivo e lógica seria a melhoria das condições de vida da população, que possibilitaria o crescimento econômico. Outro fator de ordem mundial, a globalização, arrebatou o crescimento econômico e causou um enorme custo social, tendo um reflexo significativo no setor industrial de eletroeletrônicos, diante de uma invasão de produtos estrangeiros, elevando assim, a competitividade a níveis extremos, ocasionando uma mudança dentro da mudança. Dentro desse contexto, o setor teve que aprender a aproveitar todas as oportunidades possíveis, ou minimizar as eventuais perdas ocasionadas por essa nova forma de se relacionar com os novos entrantes.

Entre as diversas possibilidades de se definir a globalização, foi utilizada a definição extraída do site da Eletros, <http://www.eletros.org.br>, acessado em 01.07.08:

[...]a respeito da globalização, selecionamos aquela que a concebe como resultado da conjunção de três forças muito poderosas: 1) a terceira revolução tecnológica (tecnologias ligadas à busca, processamento, difusão e transmissão de informações; inteligência artificial; engenharia genética); 2) a formação de áreas de livre comércio e blocos econômicos integrados (União Européia, Nafta, Mercosul etc.); e 3) a crescente interligação e interdependência dos mercados físicos e financeiros em escala planetária.

Frente a todas essas mudanças, alguns fatores tiveram sua importância aumentada e outros, ao contrário. Dentre os fatores que tiveram sua importância aumentada com a globalização, é possível identificar, de acordo com o site da Eletros, <http://www.eletros.org.br>, acessado em 01.07.08:

- 1) A estabilidade e a previsibilidade macroeconômicas: num mundo em que as relações econômicas são estabelecidas, muitas vezes, entre blocos de países, quem é que vai querer ter como parceiro um país que não consegue manter a estabilidade de sua moeda e onde não há condição de se fazer qualquer tipo de previsão a não ser de curtíssimo prazo?
- 2) O investimento em capital humano: entendido não apenas no seu componente cognitivo, necessário para interagir com as novas tecnologias, mas também no que diz respeito à ética e à confiabilidade interpessoal. Num mundo em que os acontecimentos são divulgados praticamente em tempo real, qualquer deslize mais grave condena seu autor a uma desconfiança generalizada.
- 3) Agilidade e flexibilidade empresarial: no mundo globalizado e altamente competitivo, acesso à informação deixou de ser handicap, uma vez que ela encontra-se disponibilizada para todos. Sendo assim, o que se torna essencial é saber como processar as informações e, com base nisso, tomar as decisões no momento adequado, se possível antecipando-se aos concorrentes. Portanto, a inovação é uma ambição de todos os atores desse novo cenário e, para obtê-la, cresce cada vez mais a importância da criatividade, definida por Thompson (1993:24) como "a capacidade de olhar para a mesma coisa que todos os outros, mas ver algo de diferente nela".

Dentre os fatores que perdem importância com o advento da globalização, são destacados os itens mencionados Eletros, <http://www.eletros.org.br>, acessado em 01.07.08:

- 1) A mão-de-obra barata e a abundância dos recursos naturais como fatores de competitividade e atração de investimento direto estrangeiro: com todos os avanços da terceira revolução tecnológica, tem sido cada vez mais fácil produzir artificialmente, sem perda de qualidade e com preços significativamente mais baixos, substitutos para matérias-primas que, até algum tempo atrás, constituíam-se nos principais itens da pauta de exportações de uma série de países subdesenvolvidos ou em desenvolvimento. Pelo menos dois aspectos merecem consideração especial a este respeito: 1) a teoria econômica tradicional, como observa Lacerda (1998:24), "sugeriu que custos e produtividade comparativos de mão-de-obra, matéria-prima, energia e transportes determinavam as taxas de câmbio. A globalização fez com que, cada vez mais, taxas de câmbio determinassem de que modo se compara o custo da mão-de-obra de um país em relação a outro"; 2) o que Drucker (1992-93:26) identificou como "substituição do trabalho manual pela ciência e pelo capital":
Quando Henry Ford introduziu a linha de montagem, em 1909, ele reduziu em aproximadamente 80%, em dois ou três anos, o número de horas/homem exigidas para produzir um automóvel – muito mais do que qualquer um espera que resulte até mesmo da mais completa robotização. Não há dúvida, porém, de que estamos diante de uma aceleração nova e drástica na substituição de trabalhadores manuais por máquinas – isto é, pelos produtos da ciência.
- 2) A auto-suficiência econômica como objetivo nacional e a estrutura piramidal com numerosos níveis hierárquicos como estratégia de organização empresarial: considerando, de um lado, o tempo e a distância deixando praticamente de se constituírem em obstáculos às transações internacionais, e, de outro, o elevado custo em P&D para se produzir em condições mínimas de qualidade e preço artigos cada vez mais sofisticados, torna-se verdadeiramente incompreensível imaginar um país que estabeleça como objetivo nacional a auto-suficiência econômica. A par disso, as mudanças apontadas no item anterior trouxeram, entre outras conseqüências, um nível muito mais alto de automação e integração entre as atividades de concepção, produção, gerenciamento e comercialização de produtos e serviços, exigindo, inevitavelmente, novas e mais ágeis estratégias de organização empresarial.
- 3) A noção de Estado Nacional soberano e o ativismo macroeconômico keynesiano: a formação de blocos econômicos representa, ainda que parcialmente, algo que põe em dúvida os antigos papéis desempenhados pelos Estados Nacionais. Além disso, é preciso ressaltar que as transformações de

ordem tecnológica e organizacional identificadas no item anterior interferiram significativamente nos padrões internacionais de competitividade. A propagação dessas novas bases tecnológicas só se viabilizou, porém, graças ao processo de desregulamentação e da progressiva diminuição das fronteiras nacionais. Em razão disso, a capacidade dos Estados Nacionais implementarem políticas compensatórias com eficiência mínima torna-se cada vez mais questionável.

Feitas essas considerações, parece não restar dúvida de que a competitividade, gostemos ou não, é um dos traços mais marcantes do mundo globalizado. E, dentro dessa premissa, o desenvolvimento da criatividade passa a ser objetivo fundamental das pessoas, das empresas e, por que não, dos países, como bem observou o festejado sociólogo italiano Domenico De Masi:

Vivemos a era pós-industrial. Neste mundo, o trabalho físico é feito pelas máquinas, e o mental, pelos computadores. Ao homem cabe uma tarefa na qual ele é insubstituível: ser criativo, ter idéias...

4.1.2 As Mudanças na Estratégia Mercadológica

A qualidade, antes tratada como diferencial, passou a ser pré-requisito na economia globalizada, pois é medida segundo padrões internacionais, com exigências tais que equiparam os produtos e serviços, ou seja, a liderança em determinado setor se dá por pouco tempo, pois logo seus concorrentes se equiparam, pelo elevado grau de competitividade do setor eletroeletrônico. Torna-se, assim, cada vez mais importante a criatividade, pois é através da inovação que muitas empresas têm conseguido surpreender e conquistar os consumidores, oferecendo-lhes algo que supera suas próprias expectativas. Na visão geral do mercado de produtos eletroeletrônicos, segundo o site Eletros, <http://www.eletros.org.br>, acessado em 01.07.08:

o mercado de produtos eletroeletrônicos de consumo, como não poderia deixar de ser, teve de se adaptar às novas exigências impostas pela crescente competitividade da economia globalizada.

No que diz respeito ao mercado interno, a grande mudança ocorrida refere-se à tomada de consciência do consumidor de uma série de direitos praticamente desconhecidos durante o período de vigência de uma economia fechada.

Nesse sentido, vai se tornando cada vez mais difícil repassar ao consumidor a conta da ineficiência, antes mascarada pelos efeitos da inflação crônica e compensada, pelo menos em parte, com os lucros não operacionais obtidos através da ciranda financeira.

Isso transformou o aumento de produtividade numa necessidade imperiosa das empresas nacionais, razão pela qual muitas implementaram programas de qualidade que as habilitassem a produzir artigos com padrões semelhantes aos estrangeiros, com os quais seriam obrigados a concorrer numa economia com grau de abertura muito maior do que aquela com a qual haviam se acostumado.

Efetivamente, e apesar de freqüentes críticas à forma desordenada com que tal abertura foi implementada, os níveis de produtividade apresentaram melhora significativa ao longo da década de 90, como pode ser observado nos indicadores de duas importantes pesquisas realizadas sobre o assunto, pelo IMAM (1990, 1993, 1996) e pela McKinsey (1998). Os anexos 1 e 2 apresentam dados detalhados dessas pesquisas.

Esse aumento de produtividade elevou a competitividade das indústrias estabelecidas em território nacional, que passaram a oferecer ao mercado artigos com padrão de qualidade semelhante aos das indústrias estrangeiras.

A melhora da qualidade de produtos brasileiros, de um lado, e a reincorporação ao mercado consumidor de milhões de brasileiros, de outro, fizeram com que houvesse um considerável aumento da demanda dos artigos eletroeletrônicos, como pode ser observado nas estatísticas de vendas industriais de 1995 e 1996. Esse aquecimento, decorrente da estabilidade conseguida com o

Plano Real, porém, esgotou-se no final de 1996. Nos três anos seguintes, as indústrias registraram sucessivas quedas nas vendas...

Conforme se pode observar na figura abaixo, Tabela 12, o desaquecimento da economia causou redução sucessivas de vendas de produtos desde 1997 até 1999, dentro de todas as linhas do setor eletroeletrônico:

Tabela 12: Vendas Industriais

	1995	1996	1997	1998	1999
Linha Branca	10.239.608	12.934.597	12.045.022	10.584.750	9.729.049
Linha Marrom	13.550.608	16.790.410	14.359.580	10.591.854	7.740.486
Portáteis	14.754.039	17.451.189	16.399.635	16.360.148	15.599.418
Total	38.544.255	47.176.196	42.804.237	37.536.752	33.068.953

Fonte: Eletros

A consequência desse desaquecimento da economia foi a impossibilidade da manutenção dos preços dos produtos, que, inclusive, ficaram abaixo dos índices da FIPE, considerado o mais conservador entre os índices de preços na ocasião, conforme demonstrado na figura abaixo:

Tabela 13: Evolução dos Preços

	Índice de Preços Eletros	Índice da Fipe	Acumulado Eletros	Acumulado Fipe
1996	-1,7	10,04	-1,7	10,04
1997	-11,21	4,83	-12,72	15,35
1998	-8,36	-1,79	-20,02	13,29
1999	9,68	8,64	-12,27	23,07

Fonte: FIPE - Elaboração : Eletros

Com a queda da demanda interna, as empresas do complexo eletroeletrônico foram obrigadas a reduzir seus quadros, a vender seus Ativos e a passar por um processo intenso de reestruturação, com o objetivo de sobrevivência, pois a opção de compensar a diminuição do mercado interno com exportação não se recomendava, em função não apenas da sobrevalorização do real até 1999, bem como das restrições tarifárias por se tratar de produção na Zona Franca de Manaus.

4.1.3 A Zona Franca de Manaus

A zona franca de Manaus, como pólo industrial, abriga parte significativa da produção do complexo eletroeletrônico. Foi criada nos anos 70, sob a justificativa econômica de se povoar a Amazônia Ocidental e de desenvolver a região, com um projeto de longo prazo,

intencionado à proteção da indústria nacional, frente ao desafio da concorrência mundial. A concessão de benefícios acontece em diversos países, e não se imaginaria que a indústria brasileira pudesse se manter sem nenhum tipo de subsídio. Assim, foram destacados dados do relatório Análise Internacional sobre a Competitividade da Indústria de Eletroeletrônicos, elaborada pela Arthur Andersen e apresentada no site da Eletros, <http://www.eletros.org.br>, acessado em 01.07.08

predomina a indústria eletroeletrônica, ao lado de outros ramos igualmente modernos, tais como o de duas rodas e o de relógios, o que significa que os incentivos têm contribuído para o aperfeiçoamento tecnológico do País, ao invés da preservação de modos de produção arcaicos; as atividades do Pólo Industrial de Manaus exigem elevada qualificação e constante treinamento da mão-de-obra, o que concorre para uma inserção mais favorável da economia brasileira no competitivo cenário da economia globalizada; esta mão-de-obra, como herança de suas atividades anteriores de subsistência, tem uma destreza manual particularmente adequada às suas novas ocupações - como montagem de componentes em placas de circuito integrado -, conforme opinião de executivos de diversas empresas - nacionais e internacionais - instaladas no Pólo Industrial de Manaus; o mercado de trabalho é formalizado, com respeito integral aos direitos trabalhistas e outros benefícios muito além dos exigidos por lei, em particular nas áreas de transporte, alimentação e assistência médica, e as próprias condições de trabalho têm caráter educativo, como no caso da higiene, influenciando favoravelmente os hábitos familiares; O domínio tecnológico vai além dos processos de produção, estendendo-se à engenharia nacional, ao desenho e ao projeto do produto e de vários de seus componentes, além de parte da ferramentaria.

O prazo de término dos incentivos da Zona Franca de Manaus está definido para 2013. No entanto, não há como negar a força de impulsão oferecida ao estado do Amazonas, em função da renúncia fiscal. Percebe-se, nitidamente, que a arrecadação obtida por meio de tal incentivo tende a aumentar a melhoria das condições de vida da população, sem a qual não haveria mais nenhuma empresa nacional do setor eletroeletrônico em condições de sustentabilidade frente à abertura do comércio mundial resultante do fenômeno de globalização da economia.

4.1.4 Os Investimentos em Pesquisa e Desenvolvimento

O avanço tecnológico -Tecnologia da Informação - resulta de um cenário, próprio aos setores do segmento eletroeletrônico (intimamente ligados “nova economia”), que se transformam rapidamente, modificam profundamente as relações de produção e econômicas dentro das sociedades e dos países em que atuam impondo investimento constante em P&D. Dentro dessa área, tivemos experiências, tais como a lei de reserva de mercado em informática, na qual se discutem os aspectos positivos e negativos dessa experiência, que parece, não trouxe resultados positivos, conforme site da Eletros, <http://www.eletros.org.br>, acessado em 01.07.08:

[...]ela não trouxe resultados positivos para o mercado e não contribuiu para a verticalização e a integração do setor; inibiu o desenvolvimento de produtos tecnologicamente avançados; gerou uma estrutura de preços e produtos que não foram competitivos internamente, nem compatíveis com o andamento do mercado internacional. Por outro lado, não se pode negar que ela gerou uma incipiente produção de componentes, que poderia talvez ter sido mais expressiva se houvesse alguma forma de incentivo ao investimento.

Diante disso e de uma série de outros fatores, o Estado reformulou sua relação com o mercado, trocando a acentuada intervenção por formas mais moderadas de regulamentação e/ou regulação. No caso específico do complexo eletrônico, desenvolveu-se uma nova ferramenta, denominada Processo Produtivo Básico (PPB), que consiste em definir um conjunto mínimo de operações industriais realizadas no País, para cada produto ou família de produto.

Esta nova ferramenta substituiu e melhorou conceitualmente a anterior, que era conhecida como "índice de nacionalização do produto". Este índice obrigava os produtores a utilizarem componentes mais caros e tecnologicamente atrasados na composição do produto final, em nome da defesa do desenvolvimento da indústria nacional.

Outro atrativo da nova política de informática reside na possibilidade das empresas aplicarem em pesquisa e desenvolvimento 5% do seu faturamento bruto em bens e serviços de informática e automação, sendo que 2% desse percentual deverá ser destinado a entidades de pesquisa ou ensino sediadas no País e sem vínculos com a empresa.

Essa nova forma permitiu a ligação do mercado à pesquisa de novos produtos e processos e estabeleceu também um ambiente fortemente favorável ao desenvolvimento tecnológico no seu sentido mais amplo. Entretanto, falta, nesta questão, ligar o ambiente de P&D ao da capacidade de produzir, em escala industrial / comercial, as inovações geradas no Brasil.

Exemplos extraídos do site da Eletros, <http://www.eletros.org.br>, acessado em 01.07.08, foram analisados e deles destacadas algumas tabelas de uma pesquisa realizada pela Sociedade Brasileira de Estudos de Empresas Transnacionais e da Globalização Econômica (SOBEET), com uma amostra de 85 entre 400 empresas multinacionais que atuam no Brasil. A pesquisa revela um gasto médio de US\$ 19,4 milhões, por empresa multinacional no setor eletroeletrônico, em P&D, sendo que, deste valor, 76,25% foram destinados para desenvolvimento de produtos, e 23,75%, para melhoria de processos.

Tabela 14: Finalidade da atividade de P&D por setor

Setores de Atividade	Percentual em relação ao total de P&D	
	Produto	Processo
Químico	57,50	42,50
Eletroeletrônico	76,25	23,75
Máquinas e equipamentos	65,21	34,79
Automobilístico	69,00	31,00
Plástico e borracha	56,67	43,33
Têxtil e vestuário	68,33	31,67
Outros*	60,58	39,42
Totais/média	64,70	35,30

Fonte: Empresas. Elaboração Sobeet

*Produtos de metal, material para construção civil, instrumentos de medição e diversos com duas empresas cada uma. Alimento, fumo, metal primário e de papel e produtos de papel com uma cada uma.

Tabela 15: Despesas em inovação tecnológica

Empresas por:	Média de P&D	Média do		Ctec em Engenharia não rotineira	Média do Ctec	Média geral
		Suporte / apoio	Aquisição tecnológica			
Vendas em US\$ milhões						
> = 1.000	59.650	21.963	3.229	17.331	42.523	102.133
< 1.000 e > = 500	10.251	1.289	2.887	1.714	1.714	11.966
< 500 e > = 100	1.876	1.189	611	837	2.637	4.512
< 100	428	176	58	213	447	875
Média geral	7.100	2.534	754	2.076	5.364	12.464
Origem do capital						
Alemanha	3.909	2.786	1.078	1.175	5.040	8.949
EUA	11.158	3.040	515	3.148	6.704	17.861
Japão	7.071	344	0	584	929	8.000
França	5.836	2.156	3.080	2.220	7.456	13.292
Inglaterra	3.300	177	103	67	347	3.647
Itália	2.808	170	303	20	493	3.300
Outros*	9.040	4.232	204	4.380	8.817	17.857
Média geral	7.100	2.534	754	2.076	5.364	12.464
Setores						
Químico	2.306	320	368	682	1.371	3.677
Eletroeletrônico	10.142	3.096	2.213	3.950	9.258	19.400
Máquinas e equipamentos	14.786	4.873	151	4.519	9.543	23.870
Automobilístico	7.846	5.212	566	242	6.020	13.866
Plástico e borracha	4.235	173	70	1.000	1.243	5.497
Têxtil e vestuário	1.000	383	0	360	743	1.743
Outros**	1.811	699	679	518	1.897	3.708
Média geral	7.100	2.534	754	2.076	5.364	12.464

Valores médios em US\$ 1.000

▪ Referem-se a: Canadá, Holanda e Suécia com duas empresas cada país. China, Finlândia e Suíça com uma cada uma.

** Referem-se a: produtos de metal, materiais para construção civil, instrumentos de medição e diversos com duas empresas cada uma. Alimentos, fumo, metal primário e de papel e produtos de papel com uma cada uma.

A partir desse estudo, foi possível estimar que as empresas multinacionais que atuam no Brasil investiram, em 1998, algo como US\$ 5,0 bilhões em inovação tecnológica e P&D. Esses recursos foram destinados, preferencialmente, às universidades brasileiras e a institutos tecnológicos.

A produção industrial do complexo eletroeletrônico passou por profundas mudanças em seus processos, como a conscientização da necessidade de competir mundialmente com padrões de qualidade internacional. O fator de inovação criou valor dentro dos seus Ativos que não puderam ser medidos devido ao elevado grau de subjetividade, ou seja: seus Ativos passaram a ser mais Intangíveis do que Tangíveis; as relações com a moeda também foram decisivas e a importação de novas tecnologias intensificou-se. Tudo isso pode ser observado nos destaques do site da Eletros, <http://www.eletros.org.br>, acessado em 01.07.08:

Este novo ambiente, por sua vez, caracteriza-se, entre outras coisas, pela profunda mudança nos processos produtivos das empresas, pelo surgimento contínuo de novos produtos, pela maior exposição à concorrência mundial e, portanto, por novos padrões de competição dentro de todos os mercados, o que era inimaginável há dez anos atrás.

No entanto, podemos afirmar que estas mudanças foram mais severas e acentuadas para o complexo eletrônico brasileiro. A grande base instalada hoje no Brasil e a qualidade dos produtos deste segmento são frutos das altas taxas de demanda e do intenso processo de transformação que sofreram estas indústrias ao longo dos últimos dez anos.

Outra característica deste processo foi o impacto diferenciado na balança comercial do setor. O complexo industrial eletroeletrônico como um todo apresentou (entre 92 e 99) as seguintes médias: importações de US\$ 4,88 bilhões, exportações de US\$ 0,94 bilhões e um saldo de US\$ -3,9 bilhões.

No quadro abaixo, apresentamos detalhadamente este desempenho e o perfil dos subsegmentos eletrônica de consumo, informática e automação, equipamentos de telecomunicação e componentes para o período analisado.

Tabela 16: Brasil: balança comercial do complexo eletrônico

	Média do período 1992/1998 (em US\$ 10⁶)	Perfil médio da Balança 1992/1998 (em %)
Informática	1.154,07	23,64%
Eletrônica de consumo	714,46	14,64%
Telecomunicações	1.493,86	30,60%
Componentes	1.518,91	31,12%
Importações	4.881,30	100,00%
Informática	212,23	22,52%
Eletrônica de consumo	373,86	39,67%
Telecomunicações	187,14	19,86%
Componentes	169,27	17,96%
Exportações	942,50	100,00%
Saldo	-3.938,80	

Fonte: Cecex/Decex - Elaboração BNDES

Para este mesmo período, apuramos as taxas de crescimento das importações e exportações que indicam o decréscimo de atividades pelos números apresentados para o setor de eletrônica de consumo. Assim, obtivemos as variações apresentadas a seguir:

Tabela 17: Variações anuais de importação e exportação do Complexo Eletrônico

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Informática	33,96%	26,23%	29,96%	12,33%	3,99%	2,15%
Eletrônica de consumo	76,25%	52,54%	65,23%	1,18%	1,46%	-41,18%
Telecomunicações	44,76%	50,55%	59,17%	44,00%	39,91%	5,70%
Componentes	35,31%	37,97%	63,43%	18,74%	13,42%	-8,74%
Importações	42,30%	39,52%	53,35%	20,24%	17,42%	-10,00%
Informática	-12,41%	-18,12%	33,05%	48,35%	-4,89%	-7,37%
Eletrônica de consumo	10,26%	-0,19%	2,61%	2,25%	6,63%	-9,84%
Telecomunicações	9,64%	-16,04%	5,08%	18,40%	87,44%	13,72%
Componentes	3,45%	12,43%	3,73%	13,64%	2,63%	8,30%
Exportações	3,44%	-4,59%	8,64%	16,94%	15,11%	-0,38%
Saldo	74,41%	61,15%	66,33%	20,87%	17,84%	-11,73%

Fonte: Cecex/Decex - Elaboração BNDES

4.2 Análise do Desempenho do Setor de 98 a 2006

A melhoria da performance do setor eletroeletrônico, no último ano de 2006, foi impulsionada pelos segmentos que puxaram o faturamento da indústria eletroeletrônica para cima. Tais segmentos foram o de Informática e o de Transmissão e Distribuição de Energia Elétrica, conforme site da Abinee, <http://www.abinee.org.br>, acessado em 28.06.08

O presente estudo ficou limitado ao ano de 2006, em razão da ausência de divulgação dos dados, pelas entidades oficiais do setor.

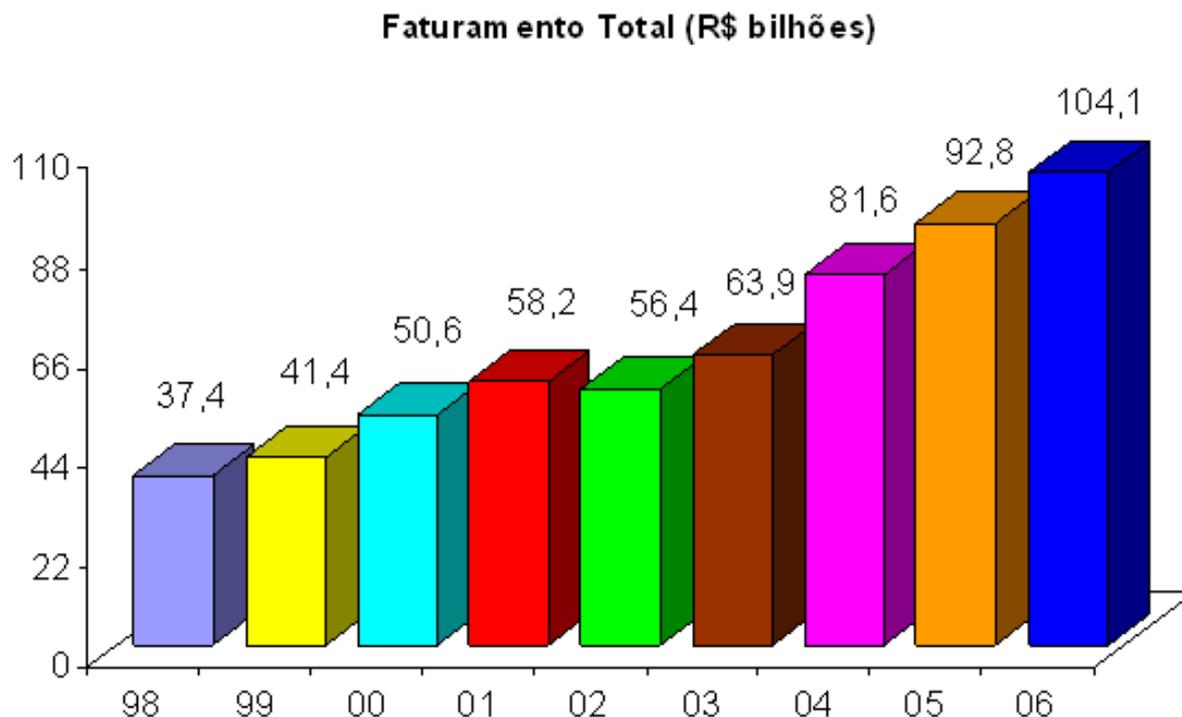


Gráfico 1: Faturamento Total (R\$ Bilhões)

Tabela 18: Faturamento Total por Área

Faturamento Total por Área (R\$ milhões a preços correntes)	2004	2005	2006	2006X 2005
Automação Industrial	2.090	2.330	2.708	16%
Componentes Elétricos e Eletrônicos	8.697	8.653	9.409	9%
Equipamentos Industriais	10.319	11.814	13.322	13%
GTD	5.581	6.557	9.169	40%
Informática	20.624	24.437	29.418	20%
Material Elétrico de Instalação	5.947	6.392	6.755	6%
Telecomunicações	13.006	16.451	16.742	2%
Utilidades Domésticas Eletroeletrônicas	15.338	16.180	16.560	2%
Total	81.601	92.814	104.083	12%

O faturamento da área de Informática cresceu 20% em 2006, resultado do aumento das vendas de desktops, notebooks e impressoras. As vendas das impressoras cresceram 44%, impulsionadas pelo mercado de computadores e pelo reconhecimento, no início do 2º semestre/ 2006, da posição fiscal das multifuncionais como bem de informática, o que motivou a oferta da produção nacional para o mercado. Estes equipamentos representam hoje mais de 50% do total do mercado de impressoras.

Por sua vez, a Lei do Bem, que reduziu a carga tributária de computadores pessoais e notebooks, e criou condições favoráveis para o financiamento de computadores para a população de baixa renda, foi responsável pelo aquecimento das vendas destes produtos. Na comparação com 2005, as

vendas de desktops cresceram 42% e as de notebooks 110%. O mercado de PCs, em 2006, atingiu 8,3 milhões de unidades, 46% acima do ano anterior. A participação do mercado formal, que no final de 2004 era da ordem de 27% passou para 56% no final de 2006.

O faturamento da área de equipamentos para Transmissão de energia elétrica continuou sendo suportado pelos investimentos decorrentes dos leilões realizados a partir de 2002, e da ampliação do número de subestações. Quanto à área de Distribuição de energia, o Programa Luz Para Todos foi o principal gerador de negócios em 2006, além da realização de alguns investimentos em função do crescimento do consumo de energia. Os negócios desses segmentos da indústria elétrica compensaram o baixo volume de encomendas de equipamentos para Geração de energia, que só foram retomadas em outubro/2006 com o leilão de energia nova ocorrido naquele mês. Até então, as empresas estavam com baixo nível na carteira de encomendas, e, conseqüentemente, com baixo nível de atividade. Porém, houve frustração quanto à quantidade de megawatts vendidos neste leilão em função de algumas obras não terem o licenciamento ambiental para participação. Foram negociados apenas 1.140 megawatts médios para o atendimento futuro, diante de uma expectativa de 4.000 MW. Em função disso, espera-se que nos próximos leilões ocorram ofertas maiores.

É nítida a perda de representação da indústria de componentes eletrônicos no mercado interno, uma vez que os principais segmentos a que se destinam (indústria de bens de consumo, informática e telecomunicações) tiveram comportamento significativamente acima de sua atuação. A valorização do Real em relação ao Dólar americano acirrou a concorrência do mercado de componentes eletrônicos, tanto internamente quanto no mercado internacional, porém as exportações ficaram mais uma vez abaixo das importações, conforme se pode observar pelo estudo realizado pela Abinee, <http://www.abinee.org.br>, acessado em 28.06.08, relativo à Balança Comercial do setor nos últimos três anos, 2004, 2005 e 2006:

4.2.1 Exportações do Setor Industrial de Eletroeletrônicos

As exportações de produtos elétricos e eletrônicos alcançaram US\$ 9,0 bilhões em 2006, ou seja, 15% acima do valor registrado no ano anterior (US\$ 7,8 bilhões).

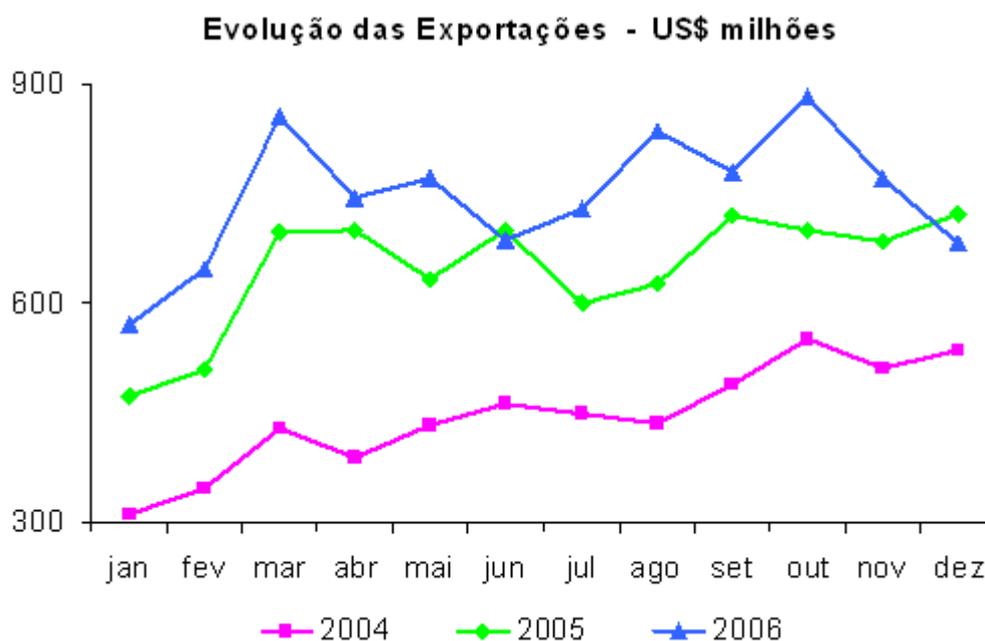


Gráfico 2: Evolução das Exportações – US\$ Milhões

Esse desempenho reflete o esforço das empresas para se manterem no mercado internacional, apesar da expressiva valorização do Real frente ao Dólar, que se situou em 12% em 2006 em relação a 2005. Em Reais, o crescimento das exportações foi da ordem de 3%.

Tabela 19: Exportações de Produtos de setor por Blocos

Exportações de Produtos do Setor por Blocos Econômicos (US\$ milhões)	2004	2005	2006	$\frac{2006}{2005}$
Estados Unidos	1.525	2.047	1.877	-8%
Aladi (Total)	2.106	3.608	4.735	31%
- Argentina	968	1.570	1.820	16%
- Outros Aladi	1.138	2.039	2.915	43%
União Européia	862	1.071	984	-8%
Sudeste da Ásia (Total)	213	293	408	39%
- China	76	89	149	67%
- Outros Sudeste Ásia	138	205	260	27%
Resto do Mundo	638	747	951	27%
Total	5.344	7.767	8.955	15%

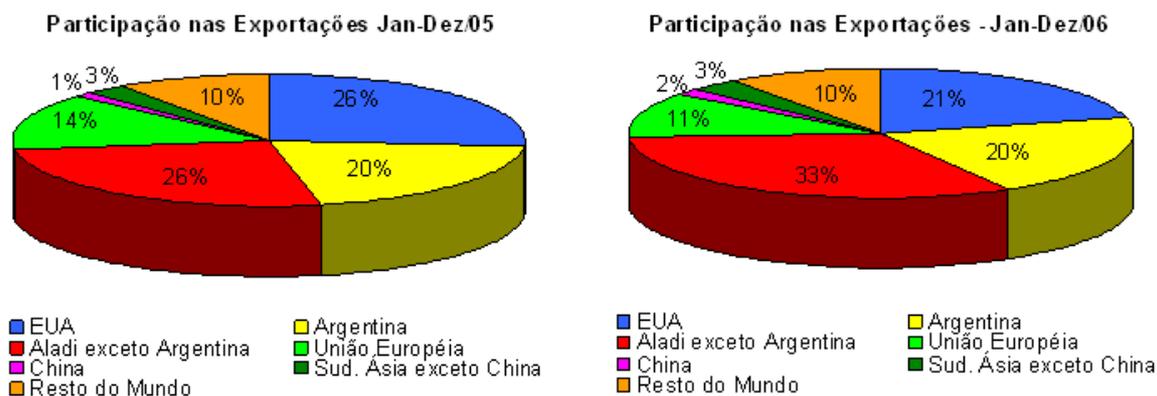


Gráfico 3: Exportações de Produtos de setor por Blocos

Os reflexos da política econômica com relação as exportações são destacados no site da Abinee, <http://www.abinee.org.br>, acessado em 28.06.08

As exportações para os Estados Unidos e União Européia registraram retração em 2006. Para as demais regiões cresceram em percentuais que variaram de 16%, para a Argentina, até 67%, para a China.

O principal produto exportado pelo setor foi o telefone celular, com US\$ 2,7 bilhões, superando em 11% o montante exportado no ano de 2005.

Destacaram-se, também, os motocompressores herméticos (US\$ 643 milhões), eletrônica embarcada (US\$ 623 milhões), componentes para equipamentos industriais (US\$ 590 milhões) e motores e geradores (US\$ 431 milhões), entre outros.

A participação das exportações no faturamento do setor foi da ordem de 19% em 2006, menor percentual verificado desde 2001, que também ficou em 19%.

Como destaque à melhora em 2006, a exportação de aparelhos celulares com 11% a mais em 2006 em relação a 2005. Porém, a participação das exportações no Faturamento total atingiu a ordem de 19%, idêntico ao verificado em 2001, mas retratando a menor participação desde então.

4.2.2 Importações do Setor Industrial de Eletroeletrônicos

As importações de produtos eletroeletrônicos cresceram 23% no ano de 2006, atingindo US\$ 18,7 bilhões. Os Componentes Eletroeletrônicos continuaram como os produtos mais significativos na pauta de importações do setor, com representatividade de 63%.

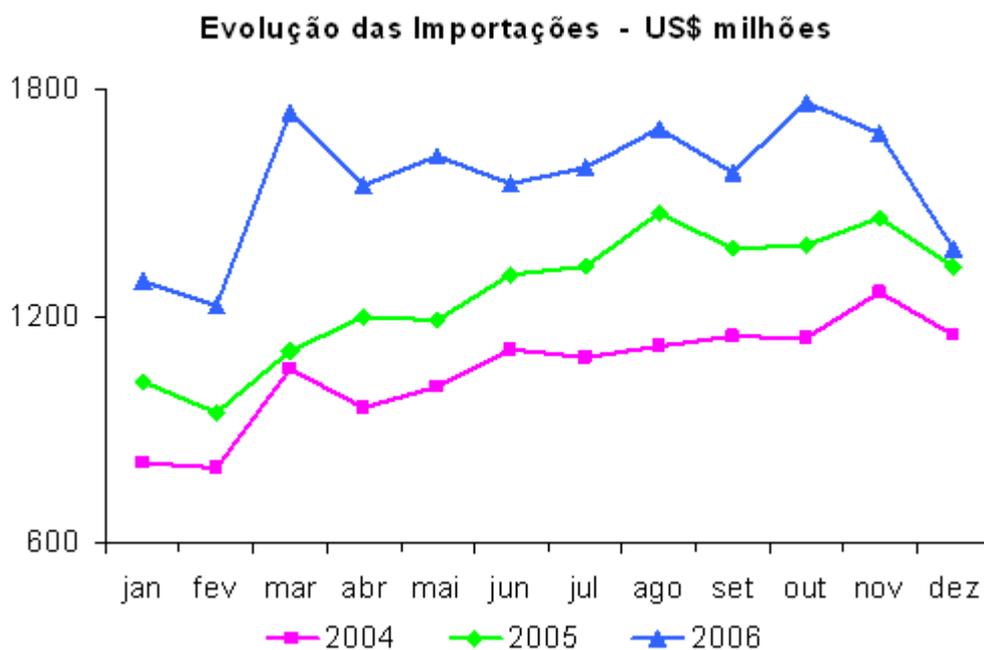


Gráfico 4: Evolução das Importações – US\$ Milhões

Tabela 20: Importações de Produtos do Setor – US\$ Milhões

Importações de Produtos do Setor (US\$ milhões)	2004	2005	2006	2006X 2005
Automação Industrial	870	829	911	10%
Componentes Elétricos e Eletrônicos	7.826	9.617	11.759	22%
Equipamentos Industriais	895	950	1.251	32%
GTD	224	223	310	39%
Informática	778	1.018	1.389	37%
Material Elétrico de Instalação	586	570	648	14%
Telecomunicações	924	1.094	1.234	13%
Utilidades Domésticas Eletroeletrônicas	565	835	1.180	41%
Total	12.667	15.135	18.684	23%

Os semicondutores foram, novamente, os componentes mais importados, com US\$ 3,3 bilhões. As importações do Sudeste Asiático somaram US\$ 11,7 bilhões, que significa um crescimento de 36% em relação a 2005. O aumento da representatividade das importações de produtos eletroeletrônicos daquela região foi notório nestes últimos anos. Em 2001 representava 30%, com US\$ 4,1 bilhões. Passou para 57% em 2005 (US\$ 8,6 bilhões) e para 62% em 2006. Destacaram-se também as importações da China, que evoluíram de US\$ 526 milhões, em 2001, para US\$ 4,5 bilhões, em 2006. As importações de produtos das demais áreas também tiveram crescimentos significativos, variando de 10%, para Automação Industrial, até 41%, para Utilidades Domésticas.

Tabela 21: Produtos mais Importados – US\$ Milhões

Produtos mais Importados (US\$ milhões)	2005	2006	<u>2006X</u> 2005
Semicondutores	2.904	3.331	15%
Componentes para Telecomunicações	1.745	2.420	39%
Componentes para Informática	1.598	2.177	36%
Instrumentos de Medida	593	653	10%
Eletrônica Embarcada	648	648	0%
Outros Equip. Informática	433	638	47%
Comp. p/ Equip. Industriais	498	600	20%
Cinescópios	480	576	20%
Aparelhos de Som e Vídeo	360	505	40%
Componentes Passivos	372	431	16%

Tabela 22: Importações de Produtos do Setor por Blocos – US\$ Milhões

Importações de Produtos do Setor por Blocos Econômicos (US\$ milhões)	2004	2005	2006	<u>2006X</u> 2005
Estados Unidos	2.544	2.487	2.707	9%
Aladi (Total)	436	523	660	26%
- Argentina	172	199	214	7%
- Outros Aladi	264	324	446	38%
União Européia	2.972	3.045	3.063	1%
Sudeste da Ásia (Total)	6.159	8.608	11.687	36%
- China	1.897	3.019	4.500	49%
- Outros Sudeste Ásia	4.262	5.590	7.187	29%
Resto do Mundo	556	472	567	20%
Total	12.667	15.135	18.684	23%

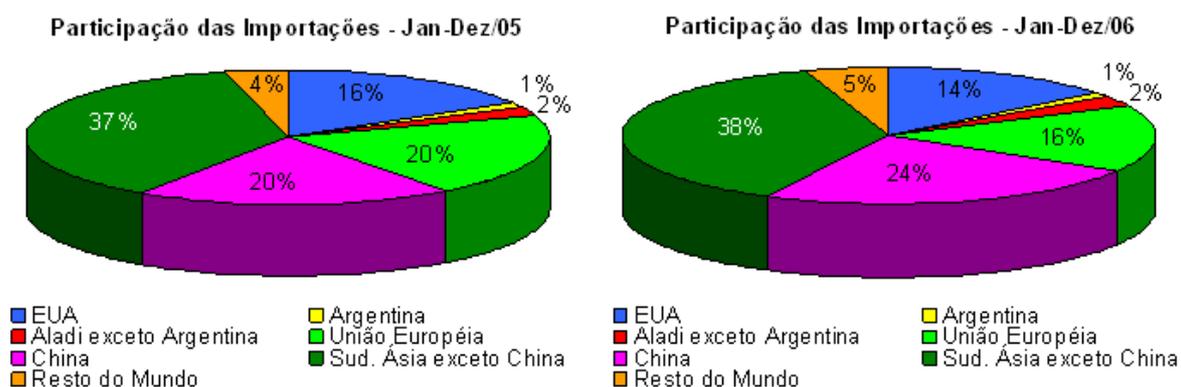


Gráfico 5: Importações de Produtos do Setor por Blocos – US\$ Milhões

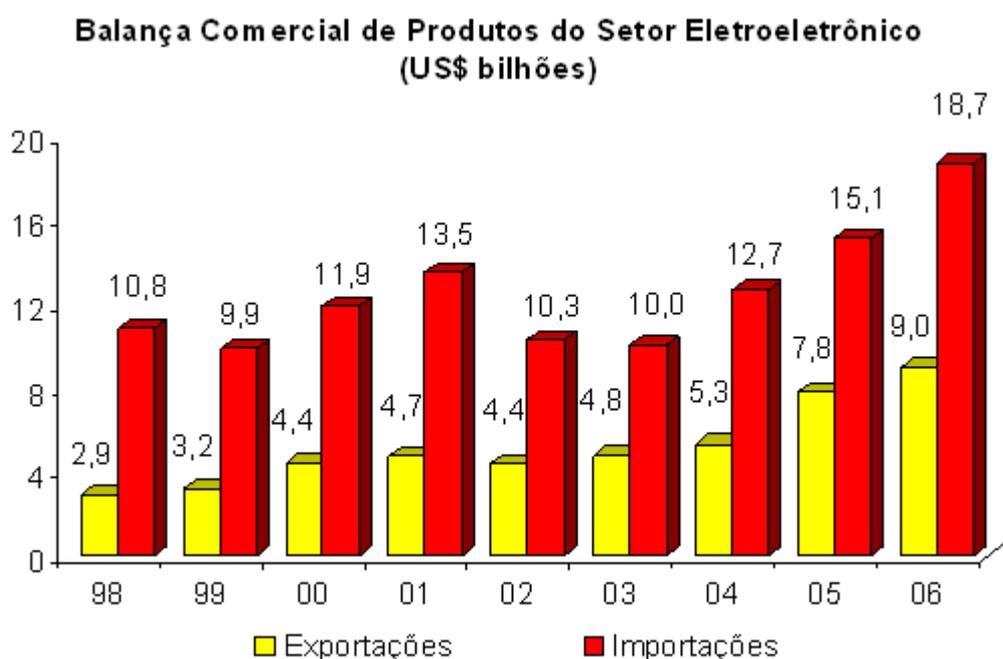


Gráfico 6: Balança Comercial de Produtos do Setor Eletroeletrônico – US\$ Bilhões

Saldo: Com esses resultados, o déficit da balança comercial de produtos eletroeletrônicos atingiu US\$ 9,7 bilhões, 32% acima do observado em 2005 (US\$ 7,4 bilhões).

Para resumir os dados relativos à importação e exportação, foi apresentado o déficit do setor eletroeletrônico desde 1998 até 2006. Conforme gráfico a seguir, será destacado o favorecimento das importações, em detrimento das exportações, graças à valorização do Real em relação ao Dólar e à necessidade de equiparação dos padrões de qualidade internacional, na busca de novas tecnologias, além da participação agressiva do países exportadores (principalmente da China, que, por ter uma mão-de-obra muito barata, colocou produtos com

preços impossíveis de serem praticados pela nossa indústria nacional, cujos exemplos mais significativos são os aparelhos portáteis e os seus componentes).

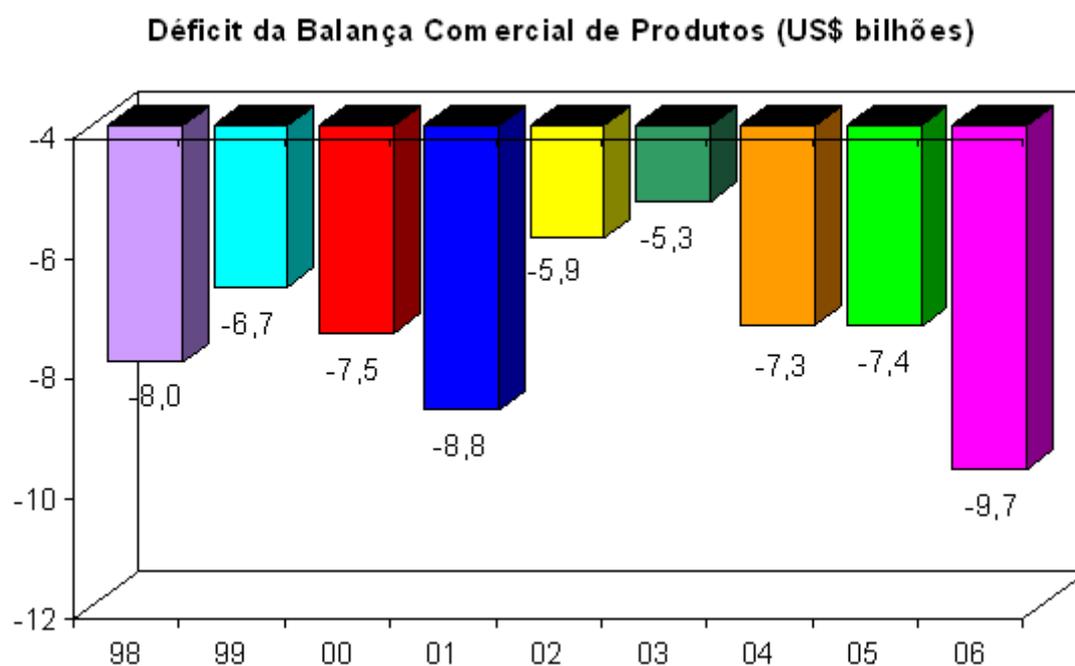


Gráfico 7: Déficit Balança Comercial de Produtos – US\$ Bilhões

Percebe-se que, face ao forte ajuste registrado no processo de abertura econômica do país, a curva do nível de emprego acompanha a evolução da produção industrial do setor.

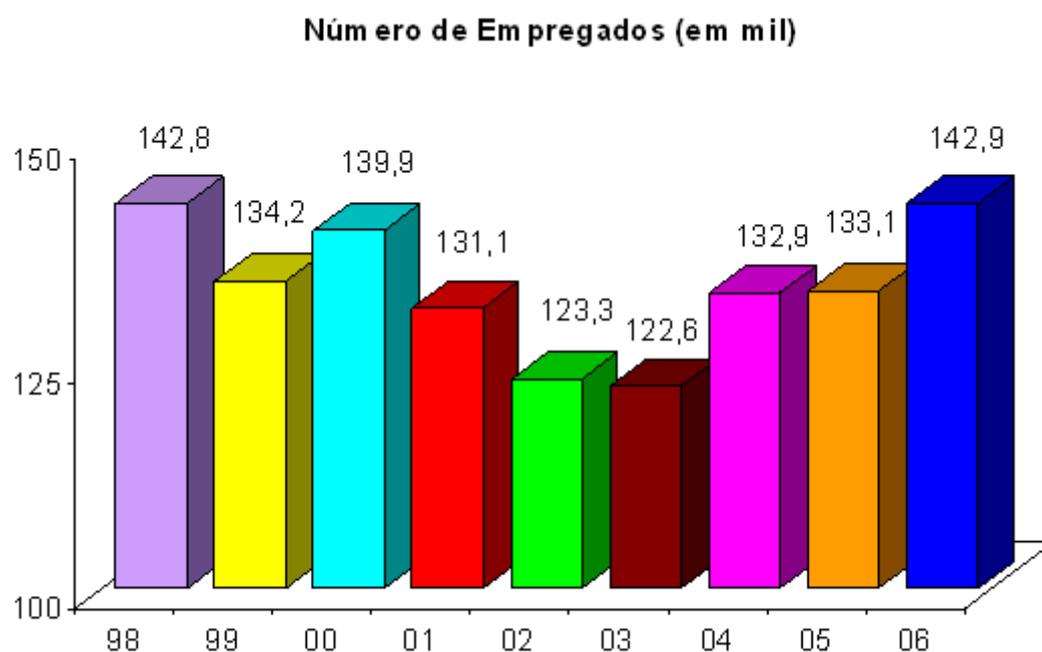


Gráfico 8: Números de Empregados em Mil

4.2.3 Estimativas do Setor Industrial de Eletroeletrônicos para 2007

Conforme dados do site da Abinee, <http://www.abinee.org.br>, acessado em 28.06.08, o faturamento do setor deveria crescer 13% em relação a 2006, tendo como carros-chefe as seguintes áreas: Automação Industrial; Equipamentos Industriais; GTD; Informática, Material Elétrico de Instalação e Utilidades Domésticas.

Tabela 23: Estimativa de Faturamento Total

Estimativas para Faturamento Total (R\$ milhões a preços correntes)	2006	2007	2007 2006
Automação Industrial	2.708	3.401	26%
Componentes Elétricos e Eletrônicos	9.409	9.973	6%
Equipamentos Industriais	13.322	14.521	9%
GTD	9.169	11.054	21%
Informática	29.418	36.634	25%
Material Elétrico de Instalação	6.755	8.075	20%
Telecomunicações	16.742	16.240	-3%
Utilidades Domésticas Eletroeletrônicas	16.560	18.150	10%
Total	104.083	118.048	13%

O crescimento de Automação Industrial e de Equipamentos Industriais baseia-se na expectativa de continuidade de investimentos nas áreas de petróleo, gás, mineração, siderurgia, açúcar e álcool,

papel e celulose, e na própria tendência de crescimento dos investimentos públicos e privados, visando ampliar a base instalada de capital fixo, indispensável para dar suporte ao crescimento do País a taxas elevadas.

No segmento de Material Elétrico de Instalação, a boa perspectiva de ampliação da indústria da Construção Civil deverá trazer reflexos importantes.

Para GTD, deverão continuar os investimentos em Transmissão e Distribuição de Energia Elétrica e se iniciar as encomendas de equipamentos para o segmento de Geração, em função do PAC.

Quanto à Informática, espera-se a continuidade da ampliação do mercado em função das condições favoráveis para a compra de computadores pelo consumidor e da maior participação da indústria formal no mercado total.

Por outro lado, a indústria de Telecomunicações deverá manter-se em ritmo lento, uma vez que o mercado da telefonia móvel está concentrado na reposição de aparelhos e, na telefonia fixa, os investimentos em infra-estrutura permanecem parados. Esta área está aguardando a liberação das novas tecnologias 3G e WiMax para que os investimentos sejam retomados.

A indústria de Componentes Elétricos e Eletrônicos não vê indicadores favoráveis que lhe permita prever tempos melhores, especialmente na área eletrônica cuja perspectiva é de crescimento de apenas 1%.

As exportações deverão atingir US\$ 10 bilhões em 2007, 12% acima de 2006, enquanto as importações deverão chegar a US\$ 22,3 bilhões, o que representa um crescimento de 19%.

Considerando-se estes resultados, o déficit da balança comercial do setor será de US\$ 12,3 bilhões, 26% maior do que o verificado em 2006.

O número de empregados no setor deverá totalizar 153 mil no final de 2007, um incremento de 10 mil trabalhadores em relação a 2006.

Tabela 24: Estimativa dos Principais dados do Setor

Estimativas Principais dados do Setor	2006	2007	<u>2007</u> <u>2006</u>
Faturamento (R\$)	104,08	118,04	13%
Faturamento (US\$)	47,80	54,58	14%
Exportações (US\$)	8,95	10,00	12%
Importações (US\$)	18,68	22,30	19%
Saldo	-9,72	12,30	26%
Número de Empregados	143	153	7%

4.2.4 Propostas para do Setor Industrial de Eletroeletrônicos

Para que seja possível entrar num círculo virtuoso, tem-se uma dupla tarefa: a promoção da substituição de importação de maneira séria e responsável, conjugada à capacidade de desenvolver tecnologia de ponta, competindo com os atuais padrões internacionais., conforme sugestão encontrada no site da Eletros, <http://www.eletros.org.br>, acessado em 01.07.08.

A substituição de importações com contingenciamento e compulsoriedade na compra de componentes nacionais pela indústria montadora é um modelo superado de intervenção nos mercados e o desenvolvimento de tecnologia que não está apta para ser multiplicada em escala industrial tem pouca aplicabilidade. Somente a combinação adequada destes dois fatores permitirá a superação da dupla tarefa.

Neste sentido, acreditamos que dependendo do formato dos incentivos será possível atrair empresas estrangeiras que utilizarão a planta industrial instalada no Brasil como "plataforma para abastecer o mercado internacional" com vendas espontaneamente dirigidas para o mercado interno.

Nesse caso, deveremos ter uma política específica para capacitação da mão-de-obra nacional e o processo de substituição de importação por empresas brasileiras terá um tipo de percurso e características próprios.

Outro percurso possível é o desenvolvimento de plantas na forma de "núcleos de manufaturas de tecnologia avançada", no qual o custo de desenvolver a capacitação tecnológica competitiva da mão-de-obra nacional é das partes envolvidas no processo (governo, empresas e universidades). Mas é sempre importante advertir que a produção destas plantas deve estar dirigida para segmentos de mercado (internacional e nacional), e que também não haverá obrigatoriedade de consumo de partes e componentes pelas empresas montadoras que operam no mercado nacional. Este modelo de produção de tecnologia tem uma referência de êxito no Brasil que é a EMBRAER.

Essas mudanças implicam tempo de maturação do projeto, que pode ser longo e com elevado custo. O desenvolvimento de uma "nova indústria de componentes", em ambos os casos, acarretará fortes pressões na balança comercial, pois a recuperação do atual atraso tecnológico, com verticalização da produção, é um procedimento complexo, visto que implica fortes divisas e que necessita de estabilidade nas regras setoriais e macroeconômicas, além de uma política de incentivos fiscais.

5 COLETA, TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS

5.1 Metodologia: Objeto de Estudo.

O Objeto de Estudo é Análise Setorial comparativa de quatro empresas representativas do Setor Eletroeletrônico, especificamente de Áudio e Vídeo, com foco na aplicação dos métodos e técnicas de avaliação de empresas para mensuração dos Ativos Intangíveis.

Em razão de não haver, no Brasil, informações contábeis publicadas de todas as empresas do setor de eletroeletrônicos, tornou-se necessário selecionar aquelas que apresentavam documentos hábeis à análise do setor e adequados ao objeto deste estudo, que é obter o Valor da Empresa, a partir do ambiente externo dela, por meio da aplicação dos índices e dos métodos selecionados para avaliação de mercado.

Entende-se, portanto, que os registros contábeis podem servir de base para o processo de venda e de compra de uma organização, pois o valor patrimonial de seus Ativos e Passivos de uma organização estão nas demonstrações contábeis. Dessa forma, calculamos os valores dos Ativos Intangíveis para aproximar o valor base do valor de realização.

Entre os dados do Balanço Patrimonial apresentam-se valores a Custos Históricos. Com aplicação do conjunto de técnicas selecionadas, obtemos o Valor da Empresa atual, deduzimos os Ativos consideramos os Ativos Totais como os investimentos a Valor de Mercado, por não haver reavaliação de Ativos. Dessa forma, calculamos os Ativos Intangíveis totais da empresa.

A metodologia de avaliação de empresas busca expressar o valor dos Ativos, menos suas dívidas, e considera a exposição do capital próprio ao custo inerente.

5.2 Metodologia: Delimitação da Amostra Escolhida

Para investigar a contribuição dos métodos e técnicas de avaliação de empresas na mensuração dos ativos intangíveis, em empresas industriais do setor eletroeletrônico – áudio e vídeo, apresentam-se quatro empresas, atuantes no mercado brasileiro.

Para fins deste estudo, buscamos todas as empresas do setor eletroeletrônico – áudio e vídeo, com publicações disponíveis na CVM . Encontramos três: Itautec Philco S.A, Semp Toshiba do Amazonas S.A, Gradiente Eletrônica S.A. A elas, adicionamos a publicação da Empresa CCE da Amazônia S.A. por sua representatividade no mercado.

Para demonstrar a representatividade das empresas inseridas no estudo, apresentamos um quadro relativo ao faturamento das empresas do setor, em relação ao faturamento do pólo industrial de Manaus, em que a maioria das empresas de eletroeletrônicos estão instaladas.

Optamos por incluir no presente estudo dados relativos a dois triênios a partir de 2001. Não obtivemos dados comparáveis para os exercícios de 2001 e 2002 para a apresentação da amostra, entretanto, para os anos com resultados comparáveis de 2003 a 2006 representa, aproximadamente, 51% do faturamento total de áudio e vídeo, do pólo industrial de Manaus.

A delimitação do estudo até o ano de 2006 ocorreu em função de as entidades representativas do setor não terem publicado análise setorial, considerada importante para respaldar os resultados apresentados no balanços das empresas. Além disso, as empresas a partir do ano de 2007 passaram a fabricar produtos de informática, perdendo assim, a comparabilidade do setor de Áudio e Vídeo.

Foram considerados, para efeito de cálculo da amostra, os faturamentos referentes aos anos de 2003, 2004, 2005 e 2006, comparados aos dados disponíveis no site da Suframa, os quais demonstramos a seguir, por linha de produtos.

Quadro 2: Comparativo do Valor do Faturamento de Áudio e Vídeo

QUADRO COMPARATIVO DO VALOR DO FATURAMENTO DAS EMPRESAS DO SETOR ELETROELETRÔNICO DE AUDIO E VIDEO				
EM RELAÇÃO AO FATURAMENTO TOTAL DE AUDIO E VIDEO - PÓLO INDUSTRIAL DE MANAUS - EM R\$ MIL				
ITAUTEC PHILCO				
Faturamento	2.003	2004	2.005	2.006
	1.448.772	1.760.359	1.691.404	1.644.335
SEMP TOSHIBA				
Faturamento	2.003	2004	2.005	2.006
	14.543	20.822	23.149	29.624
GRADIENTE				
Faturamento	2.003	2004	2.005	2.006
	524.172	1.094.224	1.468.460	1.818.446
CCE DA AMAZÔNIA				
Faturamento	2.003	2004	2.005	2.006
	650.624	792.553	921.574	1.043.056
TOTAL AMOSTRAGEM				
Faturamento	2.003	2004	2.005	2.006
	2.638.111	3.667.958	4.104.587	4.535.461
FATURAMENTO DE AUDIO E VIDEO - PÓLO INDUSTRIAL DE MANAUS				
Faturamento	2.003	2004	2.005	2.006
	5.144.587	7.146.638	8.615.934	8.624.609
PERCENTUAL DE REPRESENTATIVIDADE DA AMOSTRA ESCOLHIDA				
Faturamento em %	2.003	2004	2.005	2.006
	51,28	51,32	47,64	52,59

FATURAMENTO DE AUDIO E VIDEO EM R\$ (PÓLO INDUSTRIAL DE MANAUS)				
DVD RECORD PLAYER	787.083.136	1.190.144.702	1.515.703.051	553.856.454
HOME THEATER	42.904.547	115.409.679	179.170.806	272.289.618
RADIO E APARELHOS REPROD/GRAVADORES DE AUDIO NÃO PORTÁTEIS	1.293.214.228	1.668.054.452	1.201.435.174	863.878.472
TV LCD	3.024.688	1.997.388	25.457.459	531.922.309
TV PLASMA	-	9.399.390	221.971.449	828.939.242
TV EM CORES	3.018.360.741	4.161.632.555	5.472.196.464	5.573.723.125
TOTAL FATURAMENTO - SUFRAMA (AUDIO E VIDEO)	5.144.587.340	7.146.638.166	8.615.934.403	8.624.609.220

Fonte: Indicadores de Desempenho do Pólo Industrial de Manaus de 2003 a 2006 (www.suframa.gov.br acessado em 24/10/2008)

5.3 Metodologia: Abordagem da Pesquisa

A metodologia empregada neste trabalho sustenta-se na concepção exploratória de pesquisa. A partir dela, propõe-se procedimento metodológico de abordagem qualitativa, cuja aplicação tem por finalidade a elaboração de instrumento de pesquisa adequado à realidade.

A consecução do estudo apoiou-se na pesquisa e análise da literatura específica sobre os Ativos intangíveis. A luz da teoria propicia consistência teórica para fundamentar as práticas que possam apoiar profissionais na tomada de decisões, em fusões, em aquisições e em investimentos no mercado de capitais.

O conjunto de métodos e técnicas utilizados neste estudo busca uma visão preliminar do valor da empresa, a partir dos dados externos a ela, para verificar se há interesse para compra,

fusão, aquisição da empresa ou investimento nela. De acordo com nosso estudo, a partir do interesse do comprador e vendedor, deve haver um processo estruturado para avaliação. Leva-se em conta assim, os dados internos da empresa com conhecimento técnico e aceitação da negociação.

Utilizamos, para fins deste estudo, dados relativos ao Risco-Brasil = a diferença porcentual entre do T-BOND e C-BOND e o Retorno Médio da Carteira do Ibrx 50, conforme publicação no site da Bovespa. O Beta da empresa são os Betas médios das empresas (Itautec e Semp e Gradiente), obtidos pelo banco de dados da Economática, cálculos dos métodos e técnicas resultando da utilização das Planilhas para Análise de Demonstrativos Financeiros do Prof. Daniel J. Machado, PhD, assim como a metodologia recomendada no site: www.seducon.com.br/sites/admin/material/arquivos/id1/-PLANANALBAL81025.xls.

5.4 Apresentação dos Dados

Os dados colhidos estão apresentados a seguir:

Tabela 25: C-Bonds de 2003 a 2005

C-Bond Yield • YTM								
Data	Q Negs	Q Tits	Volume\$	Fechamentc	Abertura	Minimo	Maximo	Medio
2003	-	-	-	8,42	10,90	8,38	12,30	-
2004	-	-	-	7,454	8,29	7,376	12,80	-
2005	-	-	-	6,359	7,381	6,159	8,729	-

Fonte: Banco de Dados Economática

Relativo aos C-Bonds, para os anos de 2001 e 2002, utilizam-se os dados obtidos em 2003. A partir do ano de 2005, publica-se o A-Bond em substituição aos C-Bonds, conforme a seguir:

Tabela 26: A-Bonds de 2005 a 2008

A-Bond YTM • BR18YTM								
Data	Q Negs	Q Tits	Volume\$	Fechamentc	Abertura	Minimo	Maximo	Medio
2005	-	-	-	6,667	7,668	6,637	7,935	-
2006	-	-	-	5,923	6,596	5,749	7,399	-
2007	-	-	-	5,518	5,911	5,369	6,66	-
2008	-	-	-	7,481	5,454	4,775	11,127	-

Fonte: Banco de Dados Economática

Para compor o Risco-Brasil, utilizamos os dados dos C-Bonds e A-bonds menos os T-Bonds, conforme demonstrativo abaixo:

Quadro 3: Cálculo do Risco –Brasil

Cálculo do Risco-Brasil				
Indice	2003	2004	2005	2006
C-Bonds	8,42	7,45		
A-Bonds			6,67	5,92
T-Bonds	(4,00)	(4,26)	(4,28)	(4,79)
Risco-Brasil	4,42	3,19	2,39	1,13
Risco-Brasil		2001 a 2003		2004 a 2006
média		4,42		2,24

Para os dados relativos aos Betas, utilizamos dados originários do Banco de Dados da Econômica das empresas Itaotec, Semp e Gradiente, organizados por triênio, conforme abaixo, e calculamos o Beta para a empresa CCE da Amazônia S/A, com o objetivo de incluir o Beta apurado, no cálculo da média do setor para efetivar a aplicação.

No presente estudo, utilizamos o valor dos Ativos, como IVM = Investimentos a Valor de Mercado, para evitar ajustes valores publicados nos Balanços. Destacamos que se trata de um processo de avaliação de empresas que poderá indicar o valor dos Ativos intangíveis, pela diminuição do valor da empresa considerando-se o valor de seus ativos, face que os Ativos devem representar o valor de recuperabilidade futura.

Tabela 27: Beta Itaotec de 2001 a 2003

Itaotec • ON • ITEC3		Bovespa	
Empresa	Classe	Beta 2003 2001 em moeda orig	
2218 Itaotec	ON	0,6	

Fonte: Banco de Dados Econômica

Tabela 28: Beta Itaotec de 2004 a 2006

Itaotec • ON • ITEC3		Bovespa	
Empresa	Classe	Beta Dez06 Jan04 em moeda orig	
2218 Itaotec	ON	0,9	

Fonte: Banco de Dados Econômica

Tabela 29: Beta Semp de 2001 a 2003

Semp • ON • SEMP3		Bovespa
Empresa	Classe	Beta 2003 2001 em moeda orig
3366 Semino, Mol J	Ord	1,3
✓3367 Semp	ON	-0,9

Fonte: Banco de Dados Econômica

Tabela 30: Beta Semp de 2004 a 2006

Semp • ON • SEMP3		Bovespa
Empresa	Classe	Beta Dez06 Jan04 em moeda orig
3365 SEI Investments	Com	1,6
3366 Semino, Mol J	Ord	0,2
3367 Semp	ON	-

Fonte: Banco de Dados Econômica

Tabela 31: Beta Gradiente de 2001 a 2003

Gradiente • ON • IGBR3		Bovespa
Empresa	Classe	Beta 2003 2001 em moeda orig
1872	ON	0,5
1873	PNA	-0,1
1874	PNB	-
1875	PNC	-

Fonte: Banco de Dados Econômica

Tabela 32: Beta Gradiente de 2004 a 2006

Gradiente • ON • IGBR3		Bovespa
Empresa	Classe	Beta Dez06 Jan04 em moeda orig
1872	ON	1,7
1873	PNA	1,1
1874	PNB	-

Fonte: Banco de Dados Econômica

Quadro 4: Cálculo do Beta para a empresa: CCE da Amazônia S/A.

Data	Empresa	Mercado	Covariância (Emp, Merc)	Variância (Merc)	B = COV/VAR
dez-01	-7%	-2%	-13,898%	18,6848%	-0,74
dez-02	6%	6%			
dez-03	-86%	76%			
			Média da empresa	-28,95%	
			Desvio padrão empresa	49,43%	
			CV empresa	-170,75%	
			Média do mercado	26,46%	
			Desvio Padrão mercado	43,23%	
			CV mercado	163,36%	
Data	Empresa	Mercado	Covariância (Emp, Merc)	Variância (Merc)	B = COV/VAR
dez-04	-4%	27%	-0,134%	0,3299%	-0,41
dez-05	-12%	38%			
dez-06	-5%	34%			
			Média da empresa	-7,04%	
			Desvio padrão empresa	4,05%	
			CV empresa	-57,55%	
			Média do mercado	32,83%	
			Desvio Padrão mercado	5,74%	
			CV mercado	17,49%	

Para compor os dados relativos aos Retornos Médio das Carteiras, utilizamos a média das variações ocorridas no ibrx 50, dados originários do site <http://www.bovespa.com.br/Mercado/RendaVariavel/Indices/FormConsultaAnuaisFechVariacoes.asp?Indice=IBrX50> acessado em 14/11/2008.

Tabela 33: ibrx – 50 Bovespa

Variação Anual (R\$ / US\$)				
Esta tabela demonstra os índices de fechamentos mensais nominais e convertidos em dólar e suas respectivas variações.				
Ano	Índice de Fechamento Nominal	Variação Anual Nominal	Índice de Fechamento em US\$	Variação Anual em US\$
1997	1.000,00		895,74	
1998	825,16	-37,48	517,38	-42,24
1999	1.568,74	150,94	876,88	69,48
2000	1.518,49	-3,20	776,56	-11,44
2001	1.483,67	-2,29	639,40	-17,66
2002	1.565,28	5,50	443,01	-30,72
2003	2.757,58	76,17	954,44	115,45
2004	3.493,49	26,69	1.316,11	37,89
2005	4.823,41	38,07	2.060,67	56,57
2006	6.450,76	33,74	3.017,19	46,42
2007	9.754,98	51,22	5.507,24	82,53
2008 (*)	5.522,07	-43,39	2.610,54	-52,60

(*) até outubro



© Copyright Bovespa. Todos os direitos reservados.

Quadro 5: Cálculo do Beta Médio do Setor

Cálculo do Beta Médio do Setor		
Índice	2001 a 2003	2004 a 2006
Beta - Itaotec	0,60	0,90
Beta - Semp	(0,90)	-
Beta - Gradiente - ON	0,50	1,70
Beta - Gradiente - PNA	(0,10)	1,10
Beta - CCE da Amaz.	(0,74)	(0,41)
Beta médio	(0,13)	0,66

Quadro 6: Cálculo do Retorno Médio da Carteira

Cálculo do Retorno Médio da Carteira = rm			
ano	2001 a 2003		2004 a 2006
2001	(2,29)		
2002	5,50		
2003	76,17		
2004			26,69
2005			38,07
2006			33,74
irbx-50	2001 a 2003		2004 a 2006
média	26,46		32,83

Os dados e informações relativos à avaliação das empresas foram obtidos a partir de documentos hábeis e públicos, vez que o autor deste estudo pretende obter a mensuração dos Ativos Intangíveis, considerado o Goodwill, a partir do ambiente externo à empresa.

5.4.1. A Itautec S.A.

A Itautec S.A. é uma empresa 100% brasileira, especializada no desenvolvimento de produtos e soluções em informática, automações e serviços. Atua nos mercados corporativo e doméstico.

A sede da Itautec S.A. está localizada na cidade de São Paulo e sua unidade fabril foi transferida, em 2007, para o município de Jundiaí.

A Empresa possui cinco subsidiárias no exterior (Argentina, Espanha, Estados Unidos, México e Portugal), para revenda de produtos Itautec e prestação de serviços de assistência técnica e suporte. Também atua por meio de suas subsidiárias Tallard localizadas no Brasil, na Argentina, no Chile, no Equador, nos Estados Unidos, no México e na Venezuela, com capacidade para atender a toda a América Latina e países da Europa e África. A Tallard é a maior distribuidora de produtos IBM, Avaya e Apple para a América Latina e a Itautec figura como a empresa brasileira de TI que mais investe no exterior, segundo o ranking das Transnacionais Brasileiras 2007, elaborado pela Fundação Dom Cabral e pela Columbia University.

Com 5.347 funcionários diretos e 390 indiretos, 34 unidades de serviços e sete laboratórios de suporte no Brasil, a empresa abrange 2,7 mil cidades brasileiras. É uma empresa que investe em Pesquisa e Desenvolvimento e na modernização de suas unidades e linhas de produção. Detém as certificações de qualidade ISO 9001 e ambiental ISO 14001 e segue diretrizes

internacionais na fabricação dos produtos, como as normas ambientais Restriction of Hazardous Substances (RoHS) e Waste Electrical and Electronic Equipment (Weee).

A Itautec S.A. é controlada pela Itaúsa - Investimentos Itaú S.A., segundo maior grupo empresarial privado do Brasil, que mantém operações também nas áreas financeira (Banco Itaú), de madeira, metais e louças sanitárias (Duratex) e química (Elekeiroz). Suas ações começaram a ser negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo em 1985. Desde 2001, seu capital social é totalmente constituído por ações ordinárias, que dão direito a voto a todos os acionistas.

5.4.1.1 Itautec Philco S/A - Primeiro triênio

Quadro 6: Demonstrações Contábeis Itautec – Primeiro Triênio

DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS DA CIA.				ITAUTEC PHILCO S/A			
BALANÇO PATRIMONIAL							
ATIVO	2001	2002	2003	PASSIVO	2001	2002	2003
ATIVO CIRCULANTE (AC)	569910	687532	748245	PASSIVO CIRCULANTE (PC)	408633	488989	507956
DISPONÍVEL	216361	275396	286471	SALÁRIOS	25703	32683	32797
DUPLICATAS A RECEBER	127169	137079	211747	IMPOSTOS E OUTROS	53858	89050	79513
ESTOQUE	180153	228058	198320	FORNECEDOR	50909	56869	76343
OUTROS DIREITOS	46227	46999	51707	EMPRÉSTIMOS	278163	310387	319303
REALIZÁVEL LONGO PRAZO (RLP)	22835	22161	37639	EXIGÍVEL LONGO PRAZO (ELP)	132998	146078	160672
ATIVO PERMANENTE (AP)	219719	235319	197089	RESULTADO DE EXERC FUTUROS			
INVESTIMENTOS	127			PC + ELP + REF (CT)	541631	635067	668628
IMOBILIZADO	219490	235319	197089	PARTICIPAÇÃO DE MINORITÁRIOS	1058	1117	1167
DEPRECIÇÃO ACUMULADA				PATRIMÔNIO LÍQUIDO	269775	308828	313178
DIFERIDO	102			CAPITAL SOCIAL REALIZADO	222360	222360	222360
OUTROS	0	0	0	RESERVAS	47415	1970	4632
TOTAL ATIVO (AT)	812464	945012	982973	LUCROS ACUMULADOS		84498	86186
				TOTAL PASSIVO + PATRIM LIQ	812464	945012	982973
DEMONSTRATIVO DO RESULTADO							
RECEITA BRUTA VENDAS E SERVIÇOS				(VB)	1334303	1517092	1448772
DEDUÇÕES DE VENDAS (IMPOSTOS/ DESCONTOS, ...)					162714	183048	172791
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS				(VL)	1171589	1334044	1275981
CUSTO PROD/ MERC/ SERVIÇOS VENDIDOS				(CMV)	958660	1023795	998943
LUCRO BRUTO				(LB)	212929	310249	277038
DESPESAS OU RECEITAS OPERACIONAIS					207434	235161	266281
LUCRO OPERACIONAL				(LAJIR)	5495	75088	10757
DESPESAS OU RECEITAS NÃO OPERACIONAL					418	569	1271
LUCRO ANTES DO IR				(LAIR)	5077	75657	12028
IMPOSTO RENDA E CONTRIB SOCIAL A PAGAR (-) OU A RETIST (+)				(IR)	(572)	(18711)	(741)
PAGAMENTO (-) OU REVERSÃO (+) DOS JUROS S/ CAPITAL PRÓPRIO					0	0	0
PARTICIPAÇÕES A PAGAR (-) OU A RECEBER (+)					307	3604	884
LUCRO LÍQUIDO				(LL)	4198	53342	10403
Nº AÇÕES				(NA)	174296	174296	174296
LUCRO POR AÇÃO				(LPA)	0,02	0,31	0,06

Quadro 7: Cálculo Valor da Empresa, Goodwill – Itaotec Primeiro Triênio

ROI, ROA, ROE, GAF, ki, kir, ke; WACC; EVA; MVA (Goodwill); ICVA				CAPM DADOS	
ITAUTEC PHILCO S/A					
INDICE	CÁLCULO	Lei nº 9.249/95			Invest Valor Mercad
RETURN ON INVESTMENT	ROI = LAJIR*(1-IR)/(AT-PF)	1,13%	11,61%	1,96%	IVM =
RETURN ON ASSETS	ROA = LAJIR*(1-IR)/AT	0,56%	5,60%	0,95%	Taxa livre de risco
RETURN ON EQUITY	ROE = LL/PL	1,56%	17,27%	3,32%	rf = 1,25%
GRAU DE ALAVANAGEM FINANCEIRA	GAF = ROE/ROA	2,78	3,08	3,51	Retorn Méd Carteira
CUSTO DO CAPITAL TERCEIROS	ki = DF/CT	0,08%	-0,09%	-0,19%	rm 26,46%
CUSTO CT DESCONT IMPOSTO RENDA	kir = ki*(1-IR)	0,06%	-0,06%	-0,16%	Beta do negócio
CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO (CAPM)	ke = rf+β*(rm-rf)+α	2,39%	2,39%	2,39%	β = -0,13
WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL	WACC = CT/AT*kir+PL/AT*ke	0,84%	0,74%	0,65%	Risco Brasil
ECONOMIC VALUE ADDED	EVA = AT*(ROA-WACC) = LL-PL*Ke	-2.257	45.953	2.910	α = 4,42%
VALOR DA EMPRESA	VE = LL/ke+CT	718.139	2.865.548	1.104.576	
INVESTIMENTOS A VALOR DE MERCADO	IVM = (adotado total dos ativos)	812.464	945.012	982.973	
MARKET VALUE ADDED	MVA = VE-IVM (Goodwill)	-94.325	1.920.536	121.603	
ÍNDICE CRESCIMENT VALOR AGREGADO	ICVA = IVM/(EVA/ke)	1,00	1,00	1,00	ke = 0,00%

Quadro 8: Demonstrações Contábeis Itaotec com Mensuração do Goodwill

DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS DA CIA			ITAUTEC PHILCO S/A				
BALANÇO PATRIMONIAL							
ATIVO	2001	2002	2003	PASSIVO	2001	2002	2003
ATIVO CIRCULANTE (AC)	569910	687532	748245	PASSIVO CIRCULANTE (PC)	408633	488989	507956
DISPONÍVEL	216361	275396	286471	SALÁRIOS	25703	32683	32797
DUPLICATAS A RECEBER	127169	137079	211747	IMPOSTOS E OUTROS	53858	89050	79513
ESTOQUE	180153	228058	198320	FORNECEDOR	50909	56869	76343
OUTROS DIREITOS	46227	46999	51707	EMPRÉSTIMOS	278163	310387	319303
REALIZÁVEL LONGO PRAZO (RLP)	22835	22161	37639	EXIGÍVEL LONGO PRAZO (ELP)	132998	146078	160672
ATIVO PERMANENTE (AP)	219719	235319	197089	RESULTADO DE EXERC FUTUROS			
INVESTIMENTOS	127			PC + ELP + REF (CT)	541631	635067	668628
IMOBILIZADO	219490	235319	197089	PARTICIPAÇÃO DE MINORITÁRIOS	1058	1117	1167
DEPRECIACÃO ACUMULADA				PATRIMÔNIO LÍQUIDO	269775	308828	313178
DIFERIDO	102			CAPITAL SOCIAL REALIZADO	222360	222360	222360
OUTROS	0	0	0	RESERVAS	47415	1970	4632
Goodwill/Ativos Intangíveis	-94.325	1.920.536	121.603	LUCROS ACUMULADOS		84498	86186
TOTAL ATIVO (AT)	718.139	2.865.548	1.104.576	Goodwill/Ativos Intangíveis	-94.325	1.920.536	121.603
				TOTAL PASSIVO + PATRIM LÍQ	718.139	2.865.548	1.104.576
DEMONSTRATIVO DO RESULTADO							
RECEITA BRUTA VENDAS E SERVIÇOS				(VB)	1334303	1517092	1448772
DEDUÇÕES DE VENDAS (IMPOSTOS/ DESCONTOS, ...)					162714	183048	172791
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS				(VL)	1171589	1334044	1275981
CUSTO PROD/ MERC/ SERVIÇOS VENDIDOS				(CMV)	958660	1023795	998943
LUCRO BRUTO				(LB)	212929	310249	277038
DESPESAS OU RECEITAS OPERACIONAIS					207434	235161	266281
LUCRO OPERACIONAL				(LAJIR)	5495	75088	10757
DESPESAS OU RECEITAS NÃO OPERACIONAL					418	569	1271
LUCRO ANTES DO IR				(LAIR)	5077	75657	12028
IMPOSTO RENDA E CONTRIB SOCIAL A PAGAR (-) OU A RETIST (+)				(IR)	(572)	(18711)	(741)
PAGAMENTO (-) OU REVERSÃO (+) DOS JUROS S/ CAPITAL PRÓPRIO					0	0	0
PARTICIPAÇÕES A PAGAR (-) OU A RECEBER (+)					307	3604	884
LUCRO LÍQUIDO				(LL)	4198	53342	10403
Nº AÇÕES				(NA)	174296	174296	174296
LUCRO POR AÇÃO				(LPA)	0,02	0,31	0,06

Na medida em que existe maior retorno sobre os investimentos, sobre os ativos e sobre o patrimônio líquido, há variação relativa do valor da empresa e, conseqüentemente, do Goodwill / Ativo Intangível, conforme demonstrado nos gráficos:

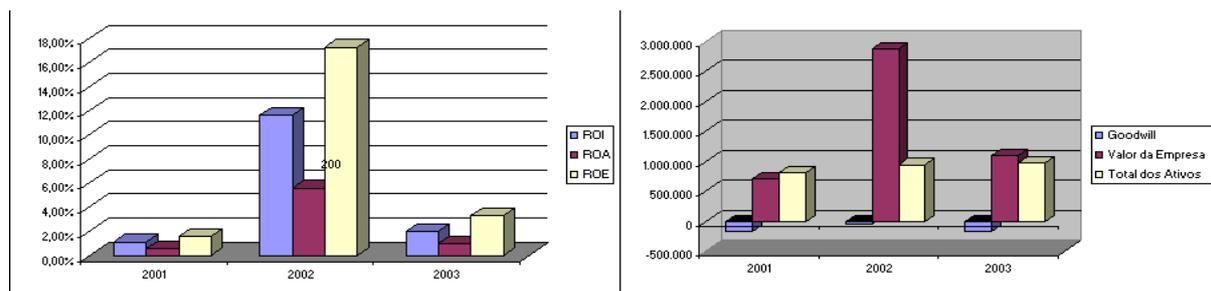


Gráfico 9: Comparativo Goodwill, VE, Total do Ativos X ROI, ROA e ROE

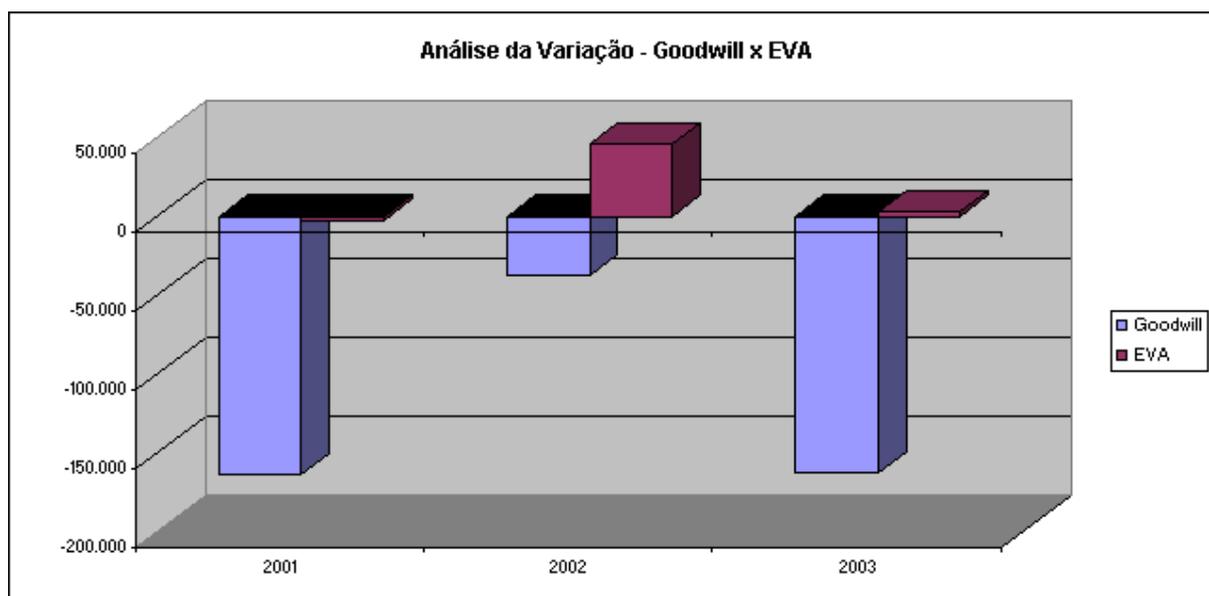


Gráfico 10: Análise da Variação – Goodwill X EVA

Constatamos, conforme gráfico acima, que há variação simétrica do Goodwill (Ativos Intangíveis) e do Valor Econômico Adicionado (EVA).

5.3.1.2 Itaotec Philco S/A – segundo triênio

Quadro 9: Demonstrações Contábeis Itaotec - Segundo Triênio

DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS DA CIA.				ITAUTEC PHILCO S/A			
BALANÇO PATRIMONIAL							
ATIVO	2004	2005	2006	PASSIVO	2004	2005	2006
ATIVO CIRCULANTE (AC)	756.870	601.968	706.661	PASSIVO CIRCULANTE (PC)	512.995	296.693	399.894
DISPONÍVEL	233.455	152.273	94.644	SALÁRIOS	34.779	34.514	36.658
DUPLICATAS A RECEBER	247.970	178.585	252.171	IMPOSTOS E OUTROS	95608	101887	145538
ESTOQUE	215.310	173.787	233.366	FORNECEDOR	78.325	50.294	108.243
OUTROS DIREITOS	60135	97323	126480	EMPRÉSTIMOS	304.283	109.998	109.455
REALIZÁVEL LONGO PRAZO (RLP)	22.435	13.781	43.047	EXIGÍVEL LONGO PRAZO (ELP)	107.944	112.339	121.674
ATIVO PERMANENTE (AP)	169.860	107.469	121.412	RESULTADO DE EXERC FUTUROS	0	0	0
INVESTIMENTOS	0	25	3.500	PC + ELP + REF (CT)	620939	409032	521568
IMOBILIZADO	169.860	107.444	117.900	PARTICIPAÇÃO DE MINORITÁRIOS	1236	1300	0
DEPRECIACÃO ACUMULADA	0	0	0	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	326.990	312.886	349.552
DIFERIDO	0	0	0	CAPITAL SOCIAL REALIZADO	226.468	194.835	196.410
OUTROS	0	0	12	RESERVAS	524	955	313
TOTAL ATIVO (AT)	949165	723218	871120	LUCROS ACUMULADOS	99998	117.096	152.829
				TOTAL PASSIVO + PATRIM LÍQ	949165	723218	871120
DEMONSTRATIVO DO RESULTADO							
RECEITA BRUTA VENDAS E SERVIÇOS				(VB)	1.760.359	1.691.404	1.644.335
DEDUÇÕES DE VENDAS (IMPOSTOS/ DESCONTOS, ...)					257878	206886	177645
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS				(VL)	1.502.481	1.484.518	1.466.690
CUSTO PROD/ MERC/ SERVIÇOS VENDIDOS				(CMV)	1155192	1145789	1185403
LUCRO BRUTO				(LB)	347289	338729	281287
DESPEAS OU RECEITAS OPERACIONAIS					312691	271641	250493
LUCRO OPERACIONAL				(LAJIR)	34598	67088	30794
DESPEAS OU RECEITAS NÃO OPERACIONAL					1192	6630	26071
LUCRO ANTES DO IR				(LAIR)	35.790	73.718	56.865
IMPOSTO RENDA E CONTRIB SOCIAL A PAGAR (-) OU A RETIST (+)				(IR)	(10016)	(21766)	(1487)
PAGAMENTO (-) OU REVERSÃO (+) DOS JUROS S/ CAPITAL PRÓPRIO					0	0	0
PARTICIPAÇÕES A PAGAR (-) OU A RECEBER (+)					3247	5450	5315
LUCRO LÍQUIDO				(LL)	22527	46502	50063
Nº AÇÕES				(NA)	174296	174296	11651
LUCRO POR AÇÃO				(LPA)	0,1292	0,2668	4,2969

Quadro 10: Cálculo Valor da Empresa, Goodwill – Itaotec Segundo Triênio

ROI, ROA, ROE, GAF, ki, kir, ke; WACC; EVA; MVA (Goodwill); ICVA					CAPM DADOS	
ITAUTEC PHILCO S/A						
INDICE	CALCULO	Lei nº 9.249/95				
RETURN ON INVESTMENT	ROI = LAJIR*(1-IR)/(AT-PF)	4,99%	9,92%	5,75%	Invest Valor Mercad	IVM =
RETURN ON ASSETS	ROA = LAJIR*(1-IR)/AT	2,29%	5,85%	3,11%		
RETURN ON EQUITY	ROE = LL/PL	6,89%	14,86%	14,32%		rf = 5,25%
GRAU DE ALAVANCAGEM FINANCEIRA	GAF = ROE/ROA	3,00	2,54	4,60	Retorn Méd Carteira	rm = 32,83%
CUSTO DO CAPITAL TERCEIROS	ki = DF/CT	-0,19%	-1,62%	-5,00%	Beta do negócio	β = 0,66
CUSTO CT DESCONT IMPOSTO RENDA	kir = ki*(1-IR)	-0,12%	-1,02%	-4,40%	Risco Brasil	α = 2,24%
CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO (CAPM)	ke = rf+β*(rm-rf)+α	25,69%	25,69%	25,69%		
WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL	WACC = CT/AT*kir+PL/AT*ke	8,77%	10,54%	7,67%		
ECONOMIC VALUE ADDED	EVA = AT*(ROA-WACC) = LL-PL*ke	-61.486	-33.887	-39.747		
VALOR DA EMPRESA	VE = LL/ke+CT	709.853	591.324	716.420		
INVESTIMENTOS A VALOR DE MERCADO	IVM = (adotado total dos ativos)	949.165	723.218	871.120		
MARKET VALUE ADDED	MVA = VE-IVM (Goodwill)	-239.312	-131.894	-154.700		
ÍNDICE CRESCIMENT VALOR AGREGADO	ICVA = MVA/(EVA/ke)	1,00	1,00	1,00		ke =

Quadro 11: Demonstrações Contábeis Itaotec com Mensuração do Goodwill

DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS DA CIA				ITAUTEC PHILCO S/A			
BALANÇO PATRIMONIAL							
ATIVO	2004	2005	2006	PASSIVO	2004	2005	2006
ATIVO CIRCULANTE (AC)	756.870	601.968	706.661	PASSIVO CIRCULANTE (PC)	512.995	296.693	399.894
DISPONÍVEL	233.455	152.273	94.644	SALÁRIOS	34.779	34.514	36.658
DUPLICATAS A RECEBER	247.970	178.585	252.171	IMPOSTOS E OUTROS	95608	101887	145538
ESTOQUE	215.310	173.787	233.366	FORNECEDOR	78.325	50.294	108.243
OUTROS DIREITOS	60135	97323	126480	EMPRÉSTIMOS	304.283	109.998	109.455
REALIZÁVEL LONGO PRAZO (RLP)	22.435	13.781	43.047	EXIGÍVEL LONGO PRAZO (ELP)	107.944	112.339	121.674
ATIVO PERMANENTE (AP)	169.860	107.469	121.412	RESULTADO DE EXERC FUTUROS	0	0	0
INVESTIMENTOS	0	25	3.500	PC + ELP + REF (CT)	620939	409032	521568
IMOBILIZADO	169.860	107.444	117.900	PARTICIPAÇÃO DE MINORITÁRIOS	1236	1300	0
DEPRECIÇÃO ACUMULADA	0	0	0	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	326.990	312.886	349.552
DIFERIDO	0	0	0	CAPITAL SOCIAL REALIZADO	226.468	194.835	196.410
OUTROS	0	0	12	RESERVAS	524	955	313
Goodwill/Ativos Intangíveis	-239.312	-131.894	-154.700	LUCROS ACUMULADOS	99998	117.096	152.829
Goodwill/Ativos Intangíveis	-239.312	-131.894	-154.700	Goodwill/Ativos Intangíveis	-239.312	-131.894	-154.700
TOTAL ATIVO (AT)	709.853	591.324	716.420	TOTAL PASSIVO + PATRIM LÍQ	709.853	591.324	716.420
DEMONSTRATIVO DO RESULTADO							
RECEITA BRUTA VENDAS E SERVIÇOS	(VB)	1.760.359	1.691.404	1.644.335			
DEDUÇÕES DE VENDAS (IMPOSTOS/ DESCONTOS, ...)		257878	206886	177645			
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	(VL)	1.502.481	1.484.518	1.466.690			
CUSTO PROD/ MERC/ SERVIÇOS VENDIDOS	(CMV)	1155192	1145789	1185403			
LUCRO BRUTO	(LB)	347289	338729	281287			
DESPESAS OU RECEITAS OPERACIONAIS		312691	271641	250493			
LUCRO OPERACIONAL	(LAJIR)	34598	67088	30794			
DESPESAS OU RECEITAS NÃO OPERACIONAL		1192	6630	26071			
LUCRO ANTES DO IR	(LAIR)	35.790	73.718	56.865			
IMPOSTO RENDA E CONTRIB SOCIAL A PAGAR (-) OU A RETIST (+)	(IR)	(10016)	(21766)	(1487)			
PAGAMENTO (-) OU REVERSÃO (+) DOS JUROS S/ CAPITAL PRÓPRIO		0	0	0			
PARTICIPAÇÕES A PAGAR (-) OU A RECEBER (+)		3247	5450	5315			
LUCRO LÍQUIDO	(LL)	22527	46502	50063			
Nº AÇÕES	(NA)	174296	174296	11651			
LUCRO POR AÇÃO	(LPA)	0,1292	0,2668	4,2969			

Da mesma forma demonstrada no primeiro triênio, quando há maior retorno sobre os investimentos, sobre os ativos e sobre o patrimônio líquido, há variação relativa do valor da empresa e, conseqüentemente, do Goodwill / Ativo Intangível, conforme gráficos abaixo:

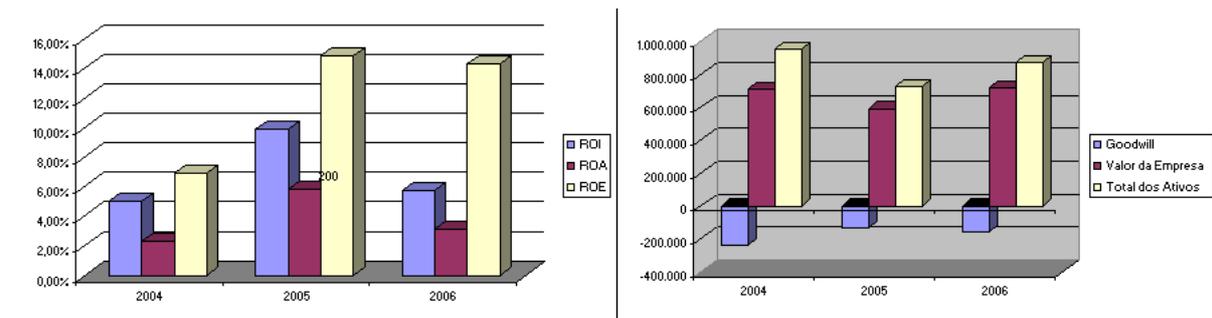


Gráfico 11: Comparativo Goodwill, VE, Total do Ativos X ROI, ROA e ROE

Constatamos, também no Segundo triênio, a simetria da Variação do Goodwill e do Valor Econômico Adicionado – EVA, conforme gráfico abaixo:

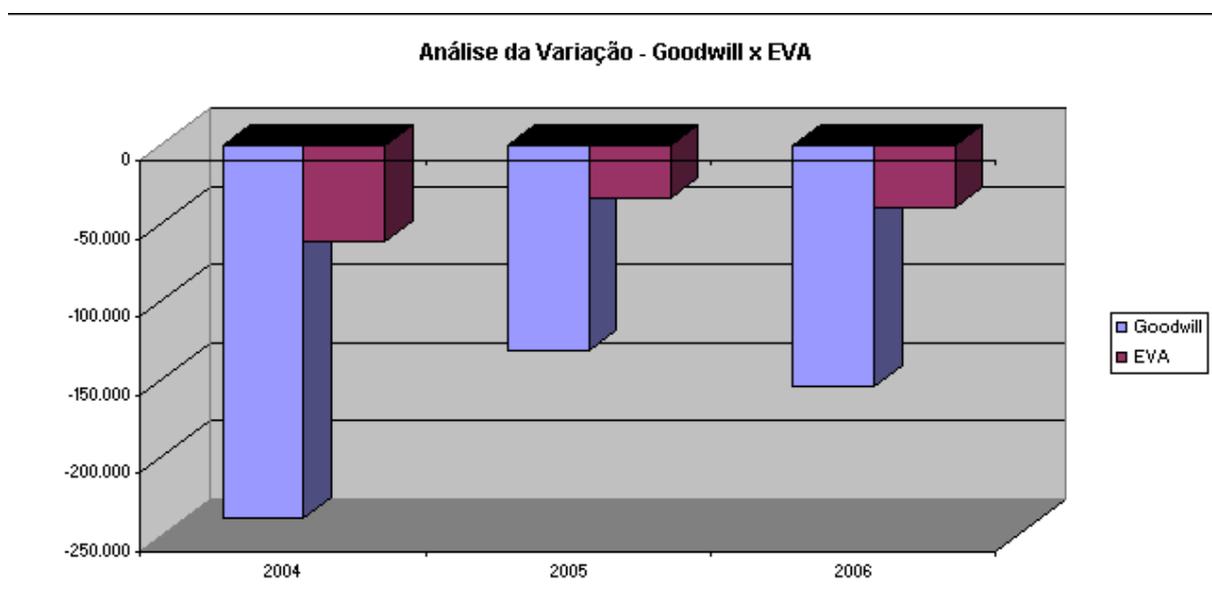


Gráfico 12: Análise da Variação Goodwill X EVA

5.4.2 Semp Toshiba Amazonas S.A.

A SEMP (Sociedade Eletro Mercantil Paulista) foi fundada em 1942, na cidade de São Paulo. No início, sua principal atividade foi a fabricação de rádios. No ano de 1951, a SEMP lançou o mais sofisticado rádio da época, o PT 76.

O ano de 1977 foi de grande importância para a SEMP, quando a empresa celebrou um acordo de participação acionária e tecnológica com a Toshiba Corporation do Japão, acordo que originou a SEMP TOSHIBA.

Outro fator importante para a performance alcançada pela empresa foi a reabertura das importações. Esse fato permitiu que a SEMP TOSHIBA, em sintonia com a mais moderna tecnologia do mundo, colocasse no mercado brasileiro novos modelos, líderes mundiais de vendas, que vieram somar-se à família de produtos já constituída por Televisores, DVDs, Videocassetes, Rádio Relógios, Rádio Gravadores, Mini Systems, Home Theaters. Nos últimos anos, a SEMP TOSHIBA fez importantes lançamentos, principalmente nos segmentos de Televisores Telas Grandes, Áudio e imagem, lançamentos pelos quais recebeu muitos prêmios.

No final de março de 1998, a SEMP TOSHIBA inaugurou a SEMP TOSHIBA BAHIA S.A, que ocupa uma área de 36 mil metros quadrados, no município de Águas Claras, região metropolitana de Salvador. Lá são fabricados telefones sem fio (na linha Comunicação), DVD (Digital Video Disc), além da linha completa de Informática.

Hoje, a SEMP TOSHIBA, com aproximadamente 1.500 funcionários em Manaus, São Paulo e Bahia, figura entre as maiores empresas do setor eletroeletrônico do país. A empresa atua nos segmentos de Televisores (10 a 65 polegadas), Áudio (completa linha de aparelhos de som), DVDs, Videocassetes.

A SEMP TOSHIBA foi a primeira empresa do setor a oferecer ao mercado a maior variedade de Telas Grandes; foi a primeira, também, a trazer o televisor com tela widescreen (16:9) em formato de cinema; lançou, ainda, o primeiro TV Multimídia, com 21 polegadas, que funciona como televisor e monitor. Foi também a primeira a lançar TV combinada com videocassete nos tamanhos 29 e 34 polegadas (TV Combo).

Outros elementos responsáveis pelos números e posições alcançados pela empresa foram implantados e conquistados ao longo destes anos. Por meio de um intenso treinamento, funcionários e fornecedores se ajustaram aos modernos processos de produção japonesa, como Kanban, Just in Time, TPM, Kaizen e 5S.

Um rigoroso programa de qualidade deu, à SEMP TOSHIBA, o Certificado de Qualidade de padrão internacional ISO 9002, completando o programa total em novembro de 1997, com a conquista do Certificado de Qualidade ISO 9001.

5.4.2.1 Semp Toshiba Amazonas S/A - Primeiro triênio

Quadro 12: Demonstrações Contábeis Semp– Primeiro Triênio

DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS DA CIA.				SEMP TOSHIBA AMAZONAS S/A			
BALANÇO PATRIMONIAL							
ATIVO	2001	2002	2003	PASSIVO	2001	2002	2003
ATIVO CIRCULANTE (AC)	13780	14856	19787	PASSIVO CIRCULANTE (PC)	5523	5726	7982
DISPONÍVEL	324	151	488	SALÁRIOS	1016	1104	1288
DUPLICATAS A RECEBER	2104	1659	1916	IMPOSTOS E OUTROS	3517	3729	4527
ESTOQUE	6004	6624	7389	FORNECEDOR	467	571	924
OUTROS DIREITOS	5348	6422	9994	EMPRÉSTIMOS	523	322	1243
REALIZÁVEL LONGO PRAZO (RLP)	84638	87354	93322	EXIGÍVEL LONGO PRAZO (ELP)	92089	91644	98164
ATIVO PERMANENTE (AP)	2112	2057	2341	RESULTADO DE EXERC FUTUROS			
INVESTIMENTOS	191	196	222	PC + ELP + REF (CT)	97612	97370	106146
IMOBILIZADO	1921	1861	2119	PARTICIPAÇÃO DE MINORITÁRIOS			
DEPRECIACÃO ACUMULADA				PATRIMÔNIO LÍQUIDO	2918	6897	9304
DIFERIDO				CAPITAL SOCIAL REALIZADO	6504	6504	6504
OUTROS	0	0	0	RESERVAS	-3952	27	551
TOTAL ATIVO (AT)	100530	104267	115450	LUCROS ACUMULADOS	366	366	2249
				TOTAL PASSIVO + PATRIM LIQ	100530	104267	115450
DEMONSTRATIVO DO RESULTADO							
RECEITA BRUTA VENDAS E SERVIÇOS				(VB)	6503	8207	14543
DEDUÇÕES DE VENDAS (IMPOSTOS/ DESCONTOS, ...)					1254	1045	1294
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS				(VL)	5249	7162	13249
CUSTO PROD/ MERC/ SERVIÇOS VENDIDOS				(CMV)	6586	9258	12612
LUCRO BRUTO				(LB)	(1337)	(2096)	637
DESPESAS OU RECEITAS OPERACIONAIS					3620	7463	3760
LUCRO OPERACIONAL				(LAJIR)	2283	5367	4397
DESPESAS OU RECEITAS NÃO OPERACIONAL					25	189	41
LUCRO ANTES DO IR				(LAIR)	2308	5556	4438
IMPOSTO RENDA E CONTRIB SOCIAL A PAGAR (-) OU A RETIST (+)				(IR)	(654)	(1454)	(1281)
PAGAMENTO (-) OU REVERSÃO (+) DOS JUROS S/ CAPITAL PRÓPRIO					0	0	0
PARTICIPAÇÕES A PAGAR (-) OU A RECEBER (+)					0	0	0
LUCRO LÍQUIDO				(LL)	1654	4102	3157
Nº AÇÕES				(NA)	135	135	135
LUCRO POR AÇÃO				(LPA)	12,25	30,39	23,39

Quadro 13: Cálculo Valor da Empresa, Goodwill – Semp -Primeiro Triênio

ROI, ROA, ROE, GAF, ki, kir, ke; WACC; EVA; MVA (Goodwill); ICVA					CAPM DADOS	
SEMP TOSHIBA						
ÍNDICE	CÁLCULO	Lei nº 9.249/95				
RETURN ON INVESTMENT	$ROI = LAJIR \cdot (1-IR) / (AT-PF)$	1,72%	4,02%	2,91%	Invest Valor Mercad	
RETURN ON ASSETS	$ROA = LAJIR \cdot (1-IR) / AT$	1,63%	3,80%	2,71%	IVM =	
RETURN ON EQUITY	$ROE = LL/PL$	56,68%	59,48%	33,93%	Taxa livre de risco	rf = 1,25%
GRAU DE ALAVANCAGEM FINANCEIRA	$GAF = ROE/ROA$	34,83	15,65	12,52	Retorn Méd Carteira	rm = 26,46%
CUSTO DO CAPITAL TERCEIROS	$ki = DF/CT$	-0,03%	-0,19%	-0,04%	Beta do negócio	$\beta = -0,13$
CUSTO CT DESCONT IMPOSTO RENDA	$kir = ki \cdot (1-IR)$	-0,02%	-0,14%	-0,03%	Risco Brasil	$\alpha = 4,42\%$
CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO (CAPM)	$ke = rf + \beta \cdot (rm - rf) + \alpha$	2,39%	2,39%	2,39%		
WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL	$WACC = CT/AT \cdot kir + PL/AT \cdot ke$	0,05%	0,02%	0,17%		
ECONOMIC VALUE ADDED	$EVA = AT \cdot (ROA - WACC)$	1.584	3.937	2.934		
VALOR DA EMPRESA	$VE = LL/ke + CT$	166.739	268.808	238.089		
INVESTIMENTOS A VALOR DE MERCADO	IVM = (adotado total dos ativos)	100.530	104.267	115.450		
MARKET VALUE ADDED	$MVA = VE - IVM$ (Goodwill)	66.209	164.541	122.639		
ÍNDICE CRESCIMENT VALOR AGREGADO	$ICVA = MVA/(EVA/ke)$	1,00	1,00	1,00		ke = 0,00%

Quadro 14: Demonstrações Contábeis Semp com Mensuração do Goodwill

DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS DA CIA.				SEMP TOSHIBA AMAZONAS S/A			
BALANÇO PATRIMONIAL							
ATIVO	2001	2002	2003	PASSIVO	2001	2002	2003
ATIVO CIRCULANTE (AC)	13780	14856	19787	PASSIVO CIRCULANTE (PC)	5523	5726	7982
DISPONÍVEL	324	151	488	SALÁRIOS	1016	1104	1288
DUPLICATAS A RECEBER	2104	1659	1916	IMPOSTOS E OUTROS	3517	3729	4527
ESTOQUE	6004	6624	7389	FORNECEDOR	467	571	924
OUTROS DIREITOS	5348	6422	9994	EMPRÉSTIMOS	523	322	1243
REALIZÁVEL LONGO PRAZO (RLP)	84638	87354	93322	EXIGÍVEL LONGO PRAZO (ELP)	92089	91644	98164
ATIVO PERMANENTE (AP)	2112	2057	2341	RESULTADO DE EXERC FUTUROS			
INVESTIMENTOS	191	196	222	PC + ELP + REF (CT)	97612	97370	106146
IMOBILIZADO	1921	1861	2119	PARTICIPAÇÃO DE MINORITÁRIOS			
DEPRECIÇÃO ACUMULADA				PATRIMÔNIO LÍQUIDO	2918	6897	9304
DIFERIDO				CAPITAL SOCIAL REALIZADO	6504	6504	6504
OUTROS	0	0	0	RESERVAS	-3952	27	551
Goodwill/Ativos Intangíveis	66.209	164.541	122.639	LUCROS ACUMULADOS	366	366	2249
TOTAL ATIVO (AT)	166.739	268.808	238.089	Goodwill/Ativos Intangíveis	66.209	164.541	122.639
				TOTAL PASSIVO + PATRIM LÍQ	166.739	268.808	238.089
DEMONSTRATIVO DO RESULTADO							
RECEITA BRUTA VENDAS E SERVIÇOS				(VB)	6503	8207	14543
DEDUÇÕES DE VENDAS (IMPOSTOS/ DESCONTOS, ...)					1254	1045	1294
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS				(VL)	5249	7162	13249
CUSTO PROD/ MERC/ SERVIÇOS VENDIDOS				(CMV)	6586	9258	12612
LUCRO BRUTO				(LB)	(1337)	(2096)	637
DESPEAS OU RECEITAS OPERACIONAIS					3620	7463	3760
LUCRO OPERACIONAL				(LAJIR)	2283	5367	4397
DESPEAS OU RECEITAS NÃO OPERACIONAL					25	189	41
LUCRO ANTES DO IR				(LAIR)	2308	5556	4438
IMPOSTO RENDA E CONTRIB SOCIAL A PAGAR (-) OU A RETIST (+)				(IR)	(654)	(1454)	(1281)
PAGAMENTO (-) OU REVERSÃO (+) DOS JUROS S/ CAPITAL PRÓPRIO					0	0	0
PARTICIPAÇÕES A PAGAR (-) OU A RECEBER (+)					0	0	0
LUCRO LÍQUIDO				(LL)	1654	4102	3157
Nº AÇÕES				(NA)	135	135	135
LUCRO POR AÇÃO				(LPA)	12,25	30,39	23,39

Em consonância com o demonstrado nos dois triênios da empresa Semp Toshiba, também constatamos no estudo relativo à empresa Semp Toshiba que, quando há maior retorno sobre os investimentos, sobre os ativos e sobre o patrimônio líquido, há variação relativa do valor da empresa e, conseqüentemente, do Goodwill / Ativo Intangível, conforme gráficos abaixo:

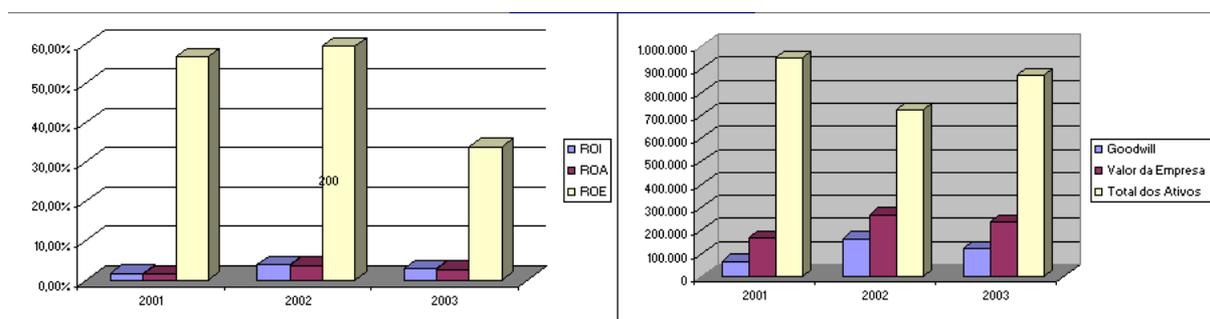


Gráfico 13: Comparativo Goodwill, VE, Total do Ativos X ROI, ROA e ROE

Constatamos também, na empresa Semp Toshiba, a simetria da Variação do Goodwill e do Valor Econômico Adicionado – EVA, conforme gráfico abaixo:

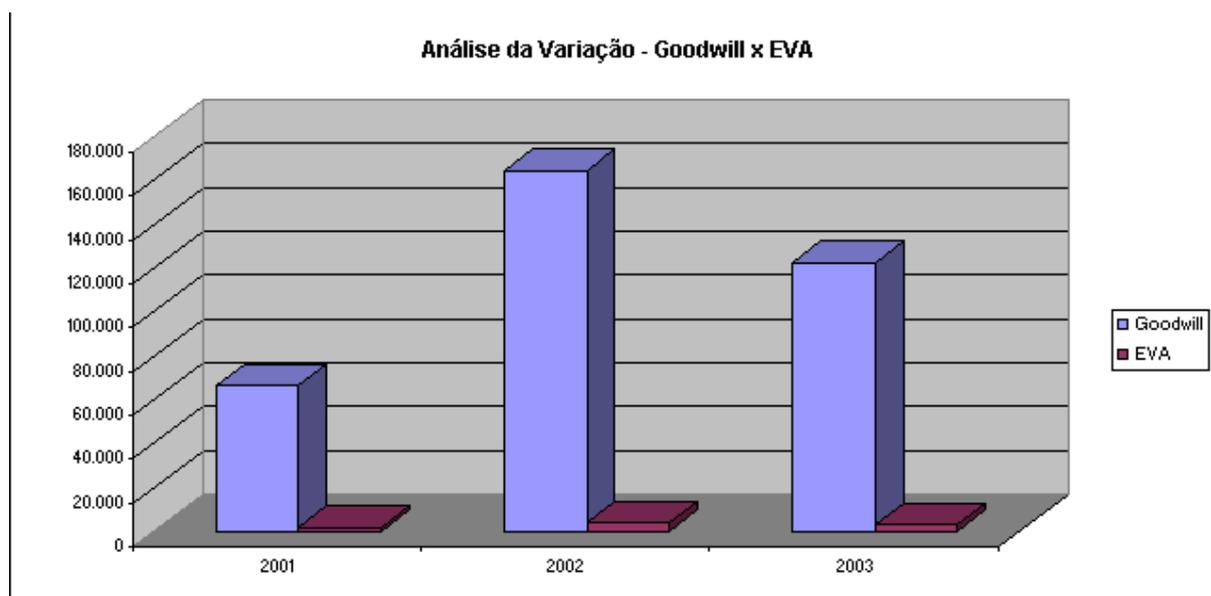


Gráfico 14: Análise da Variação – Goodwill X EVA

5.4.2.1 Semp Toshiba Amazonas S/A – Segundo triênio

Quadro 15: Demonstrações Contábeis Semp– Segundo Triênio

DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS DA CIA. SEMP TOSHIBA S/A.							
BALANÇO PATRIMONIAL							PRÓXIMA
ATIVO	2004	2005	2006	PASSIVO	2004	2005	2006
ATIVO CIRCULANTE (AC)	26.434	28.486	36.399	PASSIVO CIRCULANTE (PC)	8.442	9.203	11.687
DISPONÍVEL	588	256	265	SALÁRIOS	0	0	0
DUPLICATAS A RECEBER	6.458	4.345	6.629	IMPOSTOS E OUTROS	6391	6593	8462
ESTOQUE	7.643	9.126	11.112	FORNECEDOR	1.312	1.501	909
OUTROS DIREITOS	11745	14759	18393	EMPRÉSTIMOS	739	1.109	2.316
REALIZÁVEL LONGO PRAZO (RLP)	97.906	106.354	112.201	EXIGÍVEL LONGO PRAZO (ELP)	116.552	126.206	138.554
				RESULTADO DE EXERC FUTUROS	0	0	0
ATIVO PERMANENTE (AP)	2.258	2.109	2.656	PC + ELP + REF (CT)	124994	135409	150241
INVESTIMENTOS	259	300	355	PARTICIPAÇÃO DE MINORITÁRIOS	0	0	0
IMOBILIZADO	1.999	1.809	2.301	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	1.604	1.540	1.015
DEPRECIÇÃO ACUMULADA	0	0	0	CAPITAL SOCIAL REALIZADO	6.504	6.504	6.504
DIFERIDO	0	0	0	RESERVAS	1	1	1
OUTROS	0	0	0	LUCROS ACUMULADOS	-4901	-4.965	-5.490
TOTAL ATIVO (AT)	126598	136949	151256	TOTAL PASSIVO + PATRIM LIO	126598	136949	151256
DEMONSTRATIVO DO RESULTADO							
RECEITA BRUTA VENDAS E SERVIÇOS	(VB)	20.822	23.149	29.624			
DEDUÇÕES DE VENDAS (IMPOSTOS/ DESCONTOS, ...)		1478	2182	4349			
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	(VL)	19.344	20.967	25.275			
CUSTO PROD/ MERC/ SERVIÇOS VENDIDOS	(CMV)	16611	18198	23563			
LUCRO BRUTO	(LB)	2733	2769	1712			
DESPESAS OU RECEITAS OPERACIONAIS		10454	2863	2482			
LUCRO OPERACIONAL	(LAJIR)	(7721)	(94)	(770)			
DESPESAS OU RECEITAS NÃO OPERACIONAL		21	30	282			
LUCRO ANTES DO IR	(LAIR)	-7.700	-64	-488			
IMPOSTO RENDA E CONTRIB SOCIAL A PAGAR (-) OU A RETIST (+)	(IR)	0	0	(37)			
PAGAMENTO (-) OU REVERSÃO (+) DOS JUROS S/ CAPITAL PRÓPRIO		0	0	0			
PARTICIPAÇÕES A PAGAR (-) OU A RECEBER (+)		0	0	0			
LUCRO LÍQUIDO	(LL)	(7700)	(64)	(525)			
Nº AÇÕES	(NA)	135	135	135			
LUCRO POR AÇÃO	(LPA)	(57,0370)	(0,4741)	(3,8889)			

Quadro 16: Cálculo Valor da Empresa, Goodwill – Semp Segundo Triênio

ROI, ROA, ROE, GAF, ki, kir, ke; WACC; EVA; MVA (Goodwill); ICVA					CAPM DADOS
SEMP TOSHIBA					
INDICE	CALCULO	Lei nº 9.249/95			Invest Valor Mercad
RETURN ON INVESTMENT	ROI = LAJIR*(1-IR)/(AT-PF)	-6,53%	-0,07%	-0,59%	IVM =
RETURN ON ASSETS	ROA = LAJIR*(1-IR)/AT	-6,10%	-0,07%	-0,55%	rf = 5,25%
RETURN ON EQUITY	ROE = LL/PL	-480,05%	-4,16%	-51,72%	Retorn Méd Carteira
GRAU DE ALAVANCAGEM FINANCEIRA	GAF = ROE/ROA	78,71	60,55	94,44	rm 32,83%
CUSTO DO CAPITAL TERCEIROS	ki = DF/CT	-0,02%	-0,02%	-0,19%	Beta do negócio
CUSTO CT DESCONT IMPOSTO RENDA	kir = ki*(1-IR)	-0,02%	-0,02%	-0,20%	β = 0,66
CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO (CAPM)	ke = rf+β*(rm-rf)+α	25,69%	25,69%	25,69%	Risco Brasil
WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL	WACC = CT/AT*kir+PL/AT*ke	0,31%	0,27%	-0,03%	α = 2,24%
ECONOMIC VALUE ADDED	EVA = AT*(ROA-WACC) = LL-PL*ke	-8.112	-460	-786	
VALOR DA EMPRESA	VE = LL/ke+CT	95.025	135.160	148.198	
INVESTIMENTOS A VALOR DE MERCADO	IVM = (adotado total dos ativos)	126.598	136.949	151.256	
MARKET VALUE ADDED	MVA = VE-IVM (Goodwill)	-31.573	-1.789	-3.058	
ÍNDICE CRESCIMENT VALOR AGREGADO	ICVA = MVA/(EVA/ke)	1,00	1,00	1,00	ke =

Quadro 17: Demonstrações Contábeis Semp com Mensuração do Goodwill

DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS DA CIA				SEMP TOSHIBA S/A.			
BALANÇO PATRIMONIAL							
ATIVO	2004	2005	2006	PASSIVO	2004	2005	2006
ATIVO CIRCULANTE (AC)	26.434	28.486	36.399	PASSIVO CIRCULANTE (PC)	8.442	9.203	11.687
DISPONÍVEL	588	256	265	SALÁRIOS	0	0	0
DUPLICATAS A RECEBER	6.458	4.345	6.629	IMPOSTOS E OUTROS	6391	6593	8462
ESTOQUE	7.643	9.126	11.112	FORNECEDOR	1.312	1.501	909
OUTROS DIREITOS	11745	14759	18393	EMPRÉSTIMOS	739	1.109	2.316
REALIZÁVEL LONGO PRAZO (RLP)	97.906	106.354	112.201	EXIGÍVEL LONGO PRAZO (ELP)	116.552	126.206	138.554
				RESULTADO DE EXERC FUTUROS	0	0	0
ATIVO PERMANETE (AP)	2.258	2.109	2.656	PC + ELP + REF (CT)	124994	135409	150241
INVESTIMENTOS	259	300	355	PARTICIPAÇÃO DE MINORITÁRIOS	0	0	0
IMOBILIZADO	1.999	1.809	2.301	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	1.604	1.540	1.015
DEPRECIÇÃO ACUMULADA	0	0	0	CAPITAL SOCIAL REALIZADO	6.504	6.504	6.504
DIFERIDO	0	0	0	RESERVAS	1	1	1
OUTROS	0	0	0	LUCROS ACUMULADOS	-4901	-4.965	-5.490
Goodwill/Ativos Intangíveis	-31.573	-1.789	-3.058	Goodwill/Ativos Intangíveis	-31.573	-1.789	-3.058
TOTAL ATIVO (AT)	95.025	135.160	148.198	TOTAL PASSIVO + PATRIM LÍQ	95.025	135.160	148.198
DEMONSTRATIVO DO RESULTADO							
RECEITA BRUTA VENDAS E SERVIÇOS				(VB)	20.822	23.149	29.624
DEDUÇÕES DE VENDAS (IMPOSTOS/ DESCONTOS, ...)					1478	2182	4349
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS				(VL)	19.344	20.967	25.275
CUSTO PROD/ MERC/ SERVIÇOS VENDIDOS				(CMV)	16611	18198	23563
LUCRO BRUTO				(LB)	2733	2769	1712
DESPESAS OU RECEITAS OPERACIONAIS					10454	2863	2482
LUCRO OPERACIONAL				(LAJIR)	(7721)	(94)	(770)
DESPESAS OU RECEITAS NÃO OPERACIONAL					21	30	282
LUCRO ANTES DO IR				(LAIR)	-7.700	-64	-488
IMPOSTO RENDA E CONTRIB SOCIAL A PAGAR (-) OU A RETIST (+)				(IR)	0	0	(37)
PAGAMENTO (-) OU REVERSÃO (+) DOS JUROS S/ CAPITAL PRÓPRIO					0	0	0
PARTICIPAÇÕES A PAGAR (-) OU A RECEBER (+)					0	0	0
LUCRO LÍQUIDO				(LL)	(7700)	(64)	(525)
Nº AÇÕES				(NA)	135	135	135
LUCRO POR AÇÃO				(LPA)	(57,0370)	(0,4741)	(3,8889)

Essa demonstração confirma o resultado obtido no primeiro triênio, ou seja, quando há maior retorno sobre os investimentos, sobre os ativos e sobre o patrimônio líquido, há variação relativa do valor da empresa e, conseqüentemente, do Goodwill / Ativo Intangível, conforme verifica-se nos gráficos abaixo:

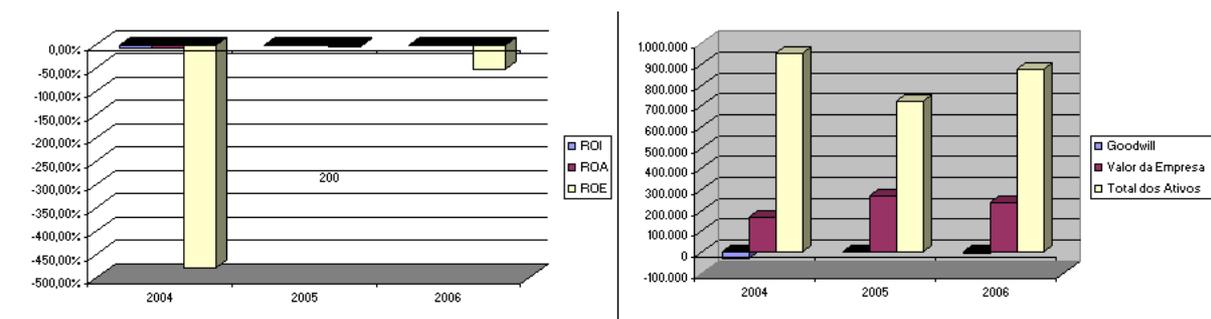


Gráfico 15: Comparativo Goodwill, VE, Total dos Ativos X ROI, ROA e ROE

Constatamos também, no estudo relativo à empresa Semp Toshiba, no segundo triênio, a simetria da Variação do Goodwill e do Valor Econômico Adicionado – EVA, conforme gráfico abaixo:

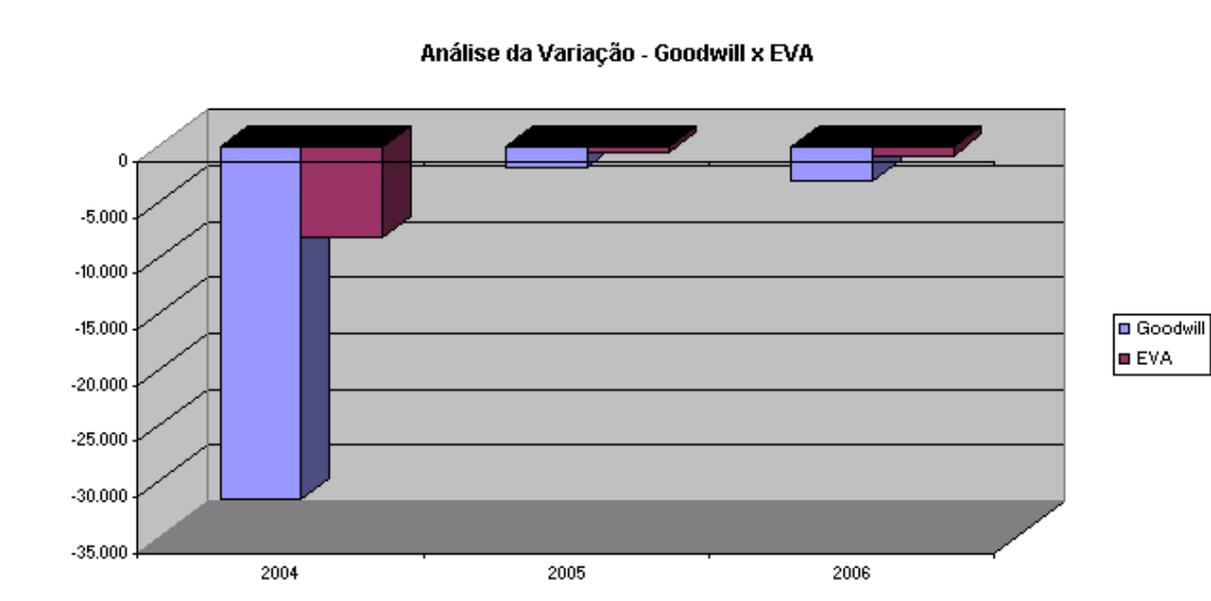


Gráfico 16: Análise da Variação – Goodwill X EVA

5.4.3 A Gradiente Eletrônica S.A.

A Gradiente Eletrônica S.A. é uma empresa fabricante de produtos eletroeletrônicos, fundada em 1965, no Brasil, para fabricar amplificador transistorizado. Em 1978, inaugurou a primeira fábrica em Manaus. Inovou no segmento de eletroeletrônico com os seguintes lançamentos, no mercado brasileiro:

Ano	Inovação
1983	conceito de áudio system, com a Polyvox.
1984	videogame Atari
1993	primeira linha nacional de televisores com telas grandes
1996	Nintendo

1999	primeiro CD player nacional
2000	MP3 player, em parceria com Genius Instituto de Tecnologia
2003	primeiro DVDokê

A Gradiente conta com a colaboração de aproximadamente 770 profissionais, distribuídos entre a sede administrativa, o centro de distribuição – ambos na grande São Paulo – o parque fabril em Manaus e o escritório na China.

A empresa conta com as seguintes certificações: ISO 9001:1994; ISO 14001:1996; recertificação ISO 14001:1996; Integração dos Sistemas de Gestão da Qualidade e Meio Ambiente; recertificação ISO 9001:2000.

No segmento de áudio e vídeo, a Gradiente converge diferentes tecnologias para atender as necessidades específicas dos consumidores, nos produtos e nos serviços de entretenimento, na fabricação de: Mini System e Micro System, Som Portátil, Televisores, Displays de Plasma, DVD, Home Theater, e DVDokê.

5.4.3.1 Gradiente Eletrônica S/A – Primeiro triênio

Quadro 18: Demonstrações Contábeis Gradiente– Primeiro Triênio

DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS DA CIA.				GRADIENTE ELETRONICA S/A			
BALANÇO PATRIMONIAL							
ATIVO	2001	2002	2003	PASSIVO	2001	2002	2003
ATIVO CIRCULANTE (AC)	320917	389691	230080	PASSIVO CIRCULANTE (PC)	28299	215390	210970
DISPONÍVEL	237435	98985	26893	SALÁRIOS	0	0	0
DUPLICATAS A RECEBER	1493	99769	69470	IMPOSTOS E OUTROS	4703	42202	59625
ESTOQUE	1414	122347	85044	FORNECEDOR	1152	39746	32615
OUTROS DIREITOS	80575	68590	48673	EMPRÉSTIMOS	22444	133442	118730
REALIZÁVEL LONGO PRAZO (RLP)	177501	364993	302472	EXIGÍVEL LONGO PRAZO (ELP)	294439	400168	339713
ATIVO PERMANENTE (AP)	134476	133349	109788	RESULTADO DE EXERC FUTUROS			
INVESTIMENTOS	826		18103	PC + ELP + REF (CT)	322738	615558	550683
IMOBILIZADO	104296	113647	90604	PARTICIPAÇÃO DE MINORITÁRIOS			
DEPRECIACÃO ACUMULADA			0	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	310156	272475	91657
DIFERIDO			1081	CAPITAL SOCIAL REALIZADO	110135	110135	222891
OUTROS	29354	19702	0	RESERVAS	200021	162340	-131234
TOTAL ATIVO (AT)	632894	888033	642340	LUCROS ACUMULADOS			
				TOTAL PASSIVO + PATRIM LÍQ	632894	888033	642340
DEMONSTRATIVO DO RESULTADO							
RECEITA BRUTA VENDAS E SERVIÇOS				(VB)	48895	96528	524172
DEDUÇÕES DE VENDAS (IMPOSTOS/ DESCONTOS, ...)					5750	17206	93921
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS				(VL)	43145	79322	430251
CUSTO PROD/ MERC/ SERVIÇOS VENDIDOS				(CMV)	12368	63366	353775
LUCRO BRUTO				(LB)	30777	15956	76476
DESPESAS OU RECEITAS OPERACIONAIS					140718	35822	258085
LUCRO OPERACIONAL				(LAJIR)	(109941)	(19866)	(181609)
DESPESAS OU RECEITAS NÃO OPERACIONAL					34	3989	791
LUCRO ANTES DO IR				(LAIR)	-109975	-15877	-180818
IMPOSTO RENDA E CONTRIB SOCIAL A PAGAR (-) OU A RETIST (+)				(IR)	(542)	0	0
PAGAMENTO (-) OU REVERSÃO (+) DOS JUROS S/ CAPITAL PRÓPRIO					0	0	0
PARTICIPAÇÕES A PAGAR (-) OU A RECEBER (+)					0	0	0
LUCRO LÍQUIDO				(LL)	(110517)	(15877)	(180818)
Nº AÇÕES				(NA)	10505	10505	10505
LUCRO POR AÇÃO				(LPA)	(10,52)	(1,51)	(17,21)

Quadro 19: Cálculo Valor da Empresa, Goodwill – Gradiente Primeiro Triênio

ROI, ROA, ROE, GAF, ki, kir, ke; WACC; EVA; MVA (Goodwill); ICVA.					CAPM DADOS
GRADIENTE					
INDICE	CÁLCULO	Lei nº 9.249/95			
RETORN ON INVESTMENT	ROI = LAJIR*(1-IR)/(AT-PF)	-18,27%	-2,95%	-42,10%	Invest Valor Mercad IVM =
RETURN ON ASSETS	ROA = LAJIR*(1-IR)/AT	-17,46%	-2,24%	-28,27%	Taxa livre de risco rf = 1,25%
RETURN ON EQUITY	ROE = LL/PL	-35,63%	-5,83%	-197,28%	Retorn Méd Carteira rm = 26,46%
GRAU DE ALAVANCAGEM FINANCEIRA	GAF = ROE/ROA	2,04	2,60	6,98	Beta do negócio β = -0,13
CUSTO DO CAPITAL TERCEIROS	ki = DF/CT	0,01%	-0,65%	-0,14%	Risco Brasil α = 4,42%
CUSTO CT DESCONT IMPOSTO RENDA	kir = ki*(1-IR)	0,01%	-0,65%	-0,14%	
CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO (CAPM)	ke = rf+β*(rm-rf)+α	2,39%	2,39%	2,39%	
WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL	WACC = CT/AT*kir+PL/AT*ke	1,18%	0,28%	0,22%	
ECONOMIC VALUE ADDED	EVA = AT*(ROA-WACC) = LL-PL*ke	-117.938	-22.397	-183.011	
VALOR DA EMPRESA	VE = LL/ke+CT	-4.296.186	-48.002	-7.006.386	
INVESTIMENTOS A VALOR DE MERCADO	IVM = (adotado total dos ativos)	632.894	888.033	642.340	
MARKET VALUE ADDED	MVA = VE-IVM (Goodwill)	-4.929.080	-936.035	-7.648.726	
ÍNDICE CRESCIMENT VALOR AGREGADO	ICVA = MVA/(EVA/ke)	1,00	1,00	1,00	ke = 0,00%

Quadro 20: Demonstrações Contábeis Gradiente com Mensuração do Goodwill

DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS DA CIA.				GRADIENTE ELETRONICA S/A			
BALANÇO PATRIMONIAL							
ATIVO	2001	2002	2003	PASSIVO	2001	2002	2003
ATIVO CIRCULANTE (AC)	320917	389691	230080	PASSIVO CIRCULANTE (PC)	28299	215390	210970
DISPONÍVEL	237435	98985	26893	SALÁRIOS	0	0	0
DUPLICATAS A RECEBER	1493	99769	69470	IMPOSTOS E OUTROS	4703	42202	59625
ESTOQUE	1414	122347	85044	FORNECEDOR	1152	39746	32615
OUTROS DIREITOS	80575	68590	48673	EMPRÉSTIMOS	22444	133442	118730
REALIZÁVEL LONGO PRAZO (RLP)	177501	364993	302472	EXIGÍVEL LONGO PRAZO (ELP)	294439	400168	339713
ATIVO PERMANETE (AP)	134476	133349	109788	RESULTADO DE EXERC FUTUROS			
INVESTIMENTOS	826		18103	PC + ELP + REF (CT)	322738	615558	550683
IMOBILIZADO	104296	113647	90604	PARTICIPAÇÃO DE MINORITÁRIOS			
DEPRECIACÃO ACUMULADA			0	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	310156	272475	91657
DIFERIDO			1081	CAPITAL SOCIAL REALIZADO	110135	110135	222891
OUTROS	29354	19702	0	RESERVAS	200021	162340	-131234
Goodwill/Ativos Intangíveis	-4.929.080	-936.035	-7.648.726	LUCROS ACUMULADOS			
TOTAL ATIVO (AT)	-4296186	-48001,99	-7006386	Goodwill/Ativos Intangíveis	-4.929.080	-936.035	-7.648.726
				TOTAL PASSIVO + PATRIM LÍQ	-4296186	-48001,99	-7006386
DEMONSTRATIVO DO RESULTADO							
RECEITA BRUTA VENDAS E SERVIÇOS				(VB)	48895	96528	524172
DEDUÇÕES DE VENDAS (IMPOSTOS/ DESCONTOS, ...)					5750	17206	93921
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS				(VL)	43145	79322	430251
CUSTO PROD/ MERC/ SERVIÇOS VENDIDOS				(CMV)	12368	63366	353775
LUCRO BRUTO				(LB)	30777	15956	76476
DESPEAS OU RECEITAS OPERACIONAIS					140718	35822	258085
LUCRO OPERACIONAL				(LAJIR)	(109941)	(19866)	(181609)
DESPEAS OU RECEITAS NÃO OPERACIONAL					34	3989	791
LUCRO ANTES DO IR				(LAIR)	-109975	-15877	-180818
IMPOSTO RENDA E CONTRIB SOCIAL A PAGAR (-) OU A RETIST (+)				(IR)	(542)	0	0
PAGAMENTO (-) OU REVERSÃO (+) DOS JUROS S/ CAPITAL PRÓPRIO					0	0	0
PARTICIPAÇÕES A PAGAR (-) OU A RECEBER (+)					0	0	0
LUCRO LÍQUIDO				(LL)	(110517)	(15877)	(180818)
Nº AÇÕES				(NA)	10505	10505	10505
LUCRO POR AÇÃO				(LPA)	(10,52)	(1,51)	(17,21)

Essa demonstração confirma o resultado obtido no primeiro triênio: quando há menor retorno sobre os investimentos, sobre os ativos e sobre o patrimônio líquido, há variação relativa do valor da empresa e, conseqüentemente, do Goodwill / Ativo Intangível, que se transforma em Goodwill negativo, conforme gráficos abaixo:

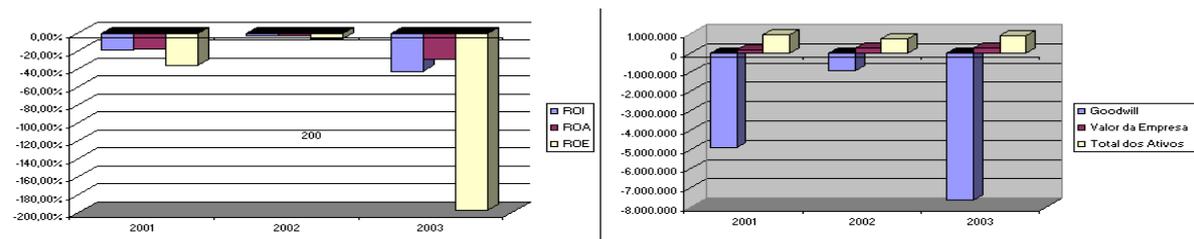


Gráfico 17: Comparativo Goodwill, VE, Total do Ativos X ROI, ROA e ROE

Constatamos também, no estudo relativo da empresa Gradiente, segundo triênio, a simetria da Variação do Goodwill e do Valor Econômico Adicionado – EVA, conforme gráfico abaixo:

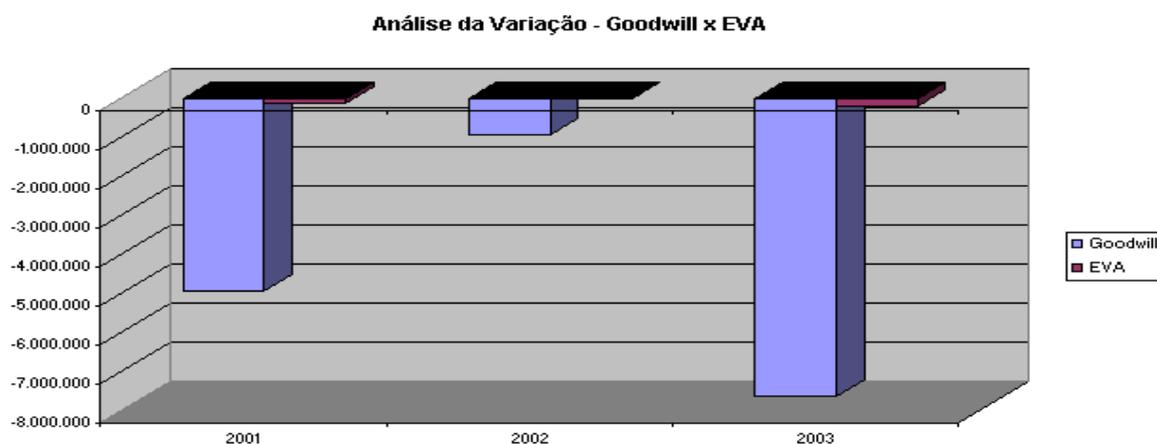


Gráfico 18: Análise da Variação – Goodwill X EVA

5.4.3.2 Gradiente Eletrônica – Segundo triênio

Quadro 21: Demonstrações Contábeis Gradiente– Segundo Triênio

DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS DA CIA.			GRADIENTE ELETRÔNICA S/A.				
BALANÇO PATRIMONIAL							
ATIVO	2004	2005	2006	PASSIVO	2004	2005	2006
ATIVO CIRCULANTE (AC)	362.738	342.931	399.400	PASSIVO CIRCULANTE (PC)	394.229	363.638	492.408
DISPONÍVEL	42.776	36.808	34.277	SALÁRIOS	12.572	9.696	9.745
DUPLICATAS A RECEBER	165.625	165.831	135.473	IMPOSTOS E OUTROS	231406	220826	309090
ESTOQUE	129.623	112.258	153.265	FORNECEDOR	146.729	123.954	171.638
OUTROS DIREITOS	24714	28034	76385	EMPRÉSTIMOS	3.522	9.162	1.935
REALIZAVEL LONGO PRAZO (RLP)	290.641	217.666	246.192	EXIGÍVEL LONGO PRAZO (ELP)	299.590	362.834	386.766
INVESTIMENTOS	9.147	146.703	124.330	RESULTADO DE EXERC FUTUROS	0	0	0
IMOBILIZADO	103.073	124.342	111.427	PC + ELP + REF (CT)	693819	726472	879174
DEPRECIACÃO ACUMULADA	0	0	0	PARTICIPAÇÃO DE MINORITÁRIOS	0	0	0
DIFERIDO	0	994	106	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	71.780	106.164	2.281
OUTROS	0	0	0	CAPITAL SOCIAL REALIZADO	222.891	222.891	222.891
TOTAL ATIVO (AT)	765599	832636	881455	RESERVAS	0	10310	21683
				LUCROS ACUMULADOS	-151111	-127.037	-242.293
				TOTAL PASSIVO + PATRIM LIQ	765599	832636	881455
DEMONSTRATIVO DO RESULTADO							
RECEITA BRUTA VENDAS E SERVIÇOS				(VB)	1.094.224	1.468.460	1.818.446
DEDUÇÕES DE VENDAS (IMPOSTOS/ DESCONTOS, ...)					228167	299534	436762
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS				(VL)	866.057	1.168.926	1.381.684
CUSTO PROD/ MERC/ SERVIÇOS VENDIDOS				(CMV)	664241	879039	1093177
LUCRO BRUTO				(LB)	201816	289887	288507
DESPESAS OU RECEITAS OPERACIONAIS					221878	307790	371412
LUCRO OPERACIONAL				(LAJIR)	(20062)	(17903)	(82905)
DESPESAS OU RECEITAS NÃO OPERACIONAL					146	8603	436
LUCRO ANTES DO IR				(LAIR)	-19.916	-26.506	-83.341
IMPOSTO RENDA E CONTRIB SOCIAL A PAGAR (-) OU A RETIST (+)				(IR)	(138)	50546	(32810)
PAGAMENTO (-) OU REVERSÃO (+) DOS JUROS S/ CAPITAL PRÓPRIO					0	0	0
PARTICIPAÇÕES A PAGAR (-) OU A RECEBER (+)					0	0	0
LUCRO LÍQUIDO				(LL)	(20054)	24040	(116151)
Nº AÇÕES				(NA)	10505	10505	10505
LUCRO POR AÇÃO				(LPA)	(1,9090)	2,2884	(11,0567)

Quadro 22: Cálculo Valor da Empresa, Goodwill – Gradiente Segundo Triênio

ROI, ROA, ROE, GAF, ki, kir, ke; WACC; EVA; MVA (Goodwill); ICVA					CAPM DADOS
GRADIENTE					
INDICE	CALCULO	Lei nº 9.249/95			
RETURN ON INVESTMENT	ROI = LAJIR*(1-IR)/(AT-PF)	-5,44%	3,46%	-29,70%	Invest Valor Mercad IVM = 600000 rf = 5,25% Retorn Méd Carteira rm 32,83% Beta do negócio β = 0,66 Risco Brasil α = 2,24%
RETURN ON ASSETS	ROA = LAJIR*(1-IR)/AT	-2,64%	1,95%	-13,11%	
RETURN ON EQUITY	ROE = LL/PL	-27,94%	22,64%	-5092,11%	
GRAU DE ALAVANCAGEM FINANCEIRA	GAF = ROE/ROA	10,59	11,61	388,47	
CUSTO DO CAPITAL TERCEIROS	ki = DF/CT	-0,02%	1,18%	0,05%	
CUSTO CT DESCONT IMPOSTO RENDA	kir = ki*(1-IR)	-0,02%	-1,07%	0,07%	
CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO (CAPM)	ke = rf+β*(rm-rf)+α	25,69%	25,69%	25,69%	
WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL	WACC = CT/AT*kir+PL/AT*ke	2,39%	2,34%	0,14%	
ECONOMIC VALUE ADDED	EVA = AT*(ROA-WACC) = LL-PL*ke	-38.496	-3.237	-116.737	
VALOR DA EMPRESA	VE = LL/ke+CT	615.766	820.039	427.098	
INVESTIMENTOS A VALOR DE MERCADO	IVM = (adotado total dos ativos)	765.599	832.636	881.455	
MARKET VALUE ADDED	MVA = VE-IVM (Goodwill)	-149.833	-12.597	-454.357	
ÍNDICE CRESCIMENT VALOR AGREGADO	ICVA = MVA/(EVA/ke)	1,00	1,00	1,00	ke =

Quadro 23: Demonstrações Contábeis Gradiente com Mensuração do Goodwill

DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS DA CIA.				GRADIENTE ELETRÔNICA S/A.			
BALANÇO PATRIMONIAL							
ATIVO	2004	2005	2006	PASSIVO	2004	2005	2006
ATIVO CIRCULANTE (AC)	362.738	342.931	399.400	PASSIVO CIRCULANTE (PC)	394.229	363.638	492.408
DISPONÍVEL	42.776	36.808	34.277	SALÁRIOS	12.572	9.696	9.745
DUPLICATAS A RECEBER	165.625	165.831	135.473	IMPOSTOS E OUTROS	231406	220826	309090
ESTOQUE	129.623	112.258	153.265	FORNECEDOR	146.729	123.954	171.638
OUTROS DIREITOS	24714	28034	76385	EMPRÉSTIMOS	3.522	9.162	1.935
REALIZÁVEL LONGO PRAZO (RLP)	290.641	217.666	246.192	EXIGÍVEL LONGO PRAZO (ELP)	299.590	362.834	386.766
ATIVO PERMANENTE (AP)	112.220	272.039	235.863	RESULTADO DE EXERC FUTUROS	0	0	0
INVESTIMENTOS	9.147	146.703	124.330	PC + ELP + REF (CT)	693819	726472	879174
IMOBILIZADO	103.073	124.342	111.427	PARTICIPAÇÃO DE MINORITÁRIOS	0	0	0
DEPRECIACÃO ACUMULADA	0	0	0	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	71.780	106.164	2.281
DIFERIDO	0	994	106	CAPITAL SOCIAL REALIZADO	222.891	222.891	222.891
OUTROS	0	0	0	RESERVAS	0	10310	21683
Goodwill/Ativos Intangíveis	-149.833	-12.597	-454.357	LUCROS ACUMULADOS	-151111	-127.037	-242.293
TOTAL ATIVO (AT)	615.766	820.039	427.098	Goodwill/Ativos Intangíveis	-149.833	-12.597	-454.357
				TOTAL PASSIVO + PATRIM LÍQ	615.766	820.039	427.098
DEMONSTRATIVO DO RESULTADO							
RECEITA BRUTA VENDAS E SERVIÇOS				(VB)	1.094.224	1.468.460	1.818.446
DEDUÇÕES DE VENDAS (IMPOSTOS/ DESCONTOS, ...)					228167	299534	436762
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS				(VL)	866.057	1.168.926	1.381.684
CUSTO PROD/ MERC/ SERVIÇOS VENDIDOS				(CMV)	664241	879039	1093177
LUCRO BRUTO				(LB)	201816	289887	288507
DESPESAS OU RECEITAS OPERACIONAIS					221878	307790	371412
LUCRO OPERACIONAL				(LAJIR)	(20062)	(17903)	(82905)
DESPESAS OU RECEITAS NÃO OPERACIONAL					146	8603	436
LUCRO ANTES DO IR				(LAIR)	-19.916	-26.506	-83.341
IMPOSTO RENDA E CONTRIB SOCIAL A PAGAR (-) OU A RETIST (+)				(IR)	(138)	50546	(32810)
PAGAMENTO (-) OU REVERSÃO (+) DOS JUROS S/ CAPITAL PRÓPRIO					0	0	0
PARTICIPAÇÕES A PAGAR (-) OU A RECEBER (+)					0	0	0
LUCRO LÍQUIDO				(LL)	(20054)	24040	(116151)
Nº AÇÕES				(NA)	10505	10505	10505
LUCRO POR AÇÃO				(LPA)	(1,9090)	2,2884	(11,0567)

Essa demonstração confirma o resultado obtido no primeiro triênio: quando há menor retorno sobre os investimentos, sobre os ativos e sobre o patrimônio líquido, há variação relativa do valor da empresa e, conseqüentemente, do Goodwill / Ativo Intangível, que se transforma em Goodwill negativo, conforme gráficos abaixo:

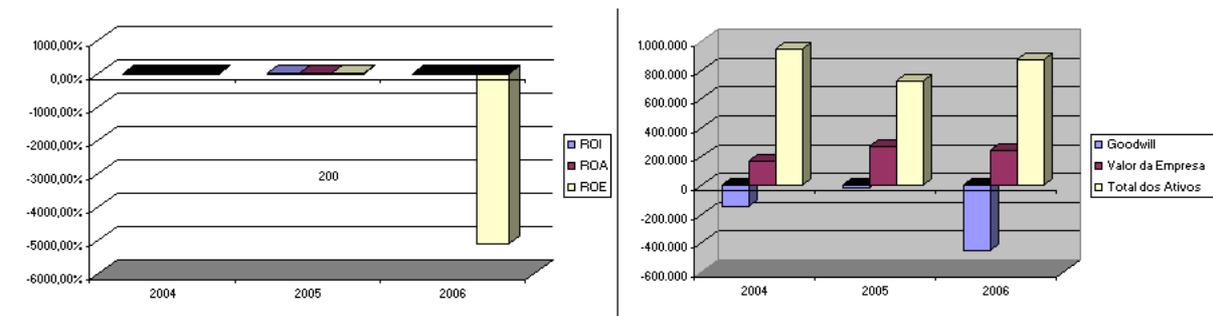


Gráfico 19: Comparativo Goodwill, VE, Total dos Ativos X ROI, ROA e ROE

Constatamos também, no estudo relativo à empresa Gradiente, segundo triênio, a simetria da Variação do Goodwill e do Valor Econômico Adicionado – EVA, conforme gráfico abaixo:

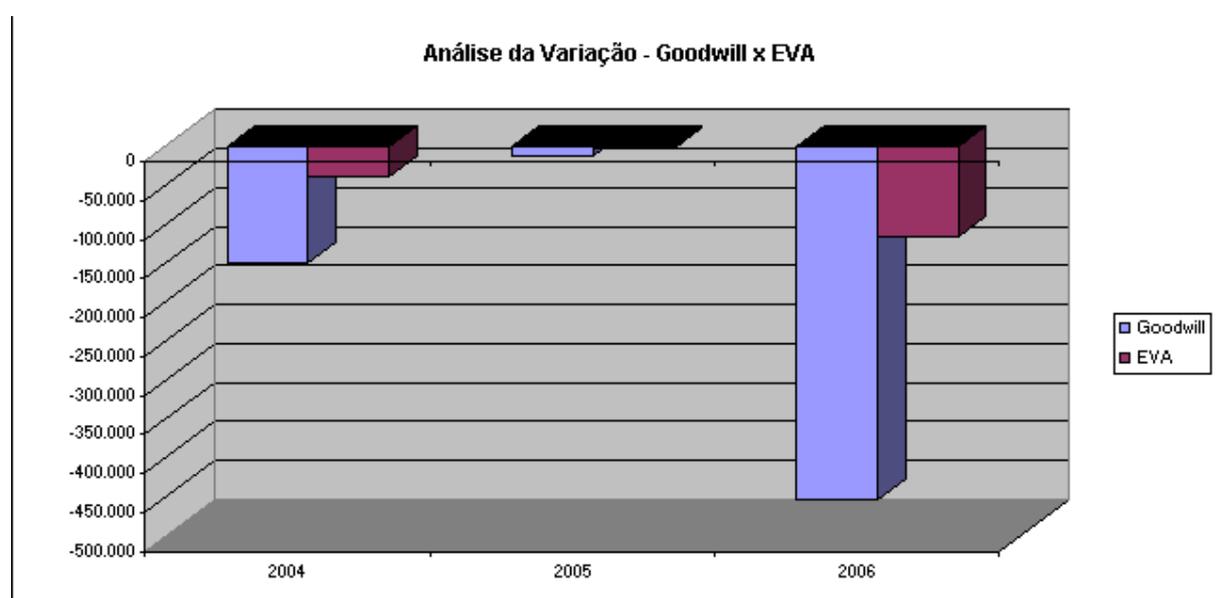


Gráfico 20: Análise da Variação – Goodwill X EVA

5.4.4. CCE da Amazônia S/A.

A CCE foi fundada em 1964, tornando-se um gigante 100% brasileiro, que hoje se faz presente em todo o território nacional. Atualmente, o Grupo CCE possui, em uma área com mais de 500.000 m², distribuídos nas cidades de São Paulo e Manaus, uma Unidade Administrativa, um Parque Industrial e um Centro de Pesquisa & Desenvolvimento. As instalações da CCE em Manaus são o maior pólo tecnológico daquela cidade, onde a empresa é considerada, também, como o maior gerador de empregos (são mais de 5.800 colaboradores diretos) do segmento de equipamentos eletroeletrônicos.

Com uma operação comercial que privilegia a capilaridade na distribuição de seus produtos aos mais de 5.000 clientes de sua carteira do segmento varejista, a CCE consegue alcançar os mais distantes pontos do território brasileiro.

A CCE está, hoje, entre os maiores fabricantes de áudio e vídeo no mercado, consolidando-se como uma das marcas que mais vendem produtos de consumo no segmento de eletroeletrônicos. São quase 4 milhões de produtos comercializados, todos desenvolvidos e produzidos dentro dos conceitos tecnológicos mais avançados.

Na área de atendimento ao consumidor, a CCE conta com uma estrutura de Pós-Venda formada por mais de 800 empresas credenciadas em nível nacional - cerca de 350 especializadas no atendimento aos produtos da linha de informática -, central de atendimento 0800 e garantia de fábrica superior à oferecida pela concorrência. Esses são alguns dos diferenciais que ratificam a preocupação da CCE em superar a necessidade de seus clientes, condição que mantém como premissa básica em todas as suas iniciativas.

O Grupo CCE possui uma superestrutura: uma fábrica em São Paulo e o maior parque fabril no pólo industrial de Manaus, com mais de 180.000 m² de área construída.

Essas fábricas são responsáveis por produzir um grande número de componentes de áudio e vídeo para consumo próprio e também para o fortalecimento aos demais fabricantes de eletroeletrônicos, o que se constitui em um processo que tem se mostrado cada vez mais ágil e flexível, frente a um mercado em constante mudança.

5.4.4.1 CCE da Amazônia S/A – Primeiro triênio

Quadro 24: Demonstrações Contábeis CCE da Amazônia S/A– Primeiro Triênio

DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS DA CIA. CCE DA AMAZONIA S/A							
BALANÇO PATRIMONIAL							PRÓXIMA
ATIVO	2001	2002	2003	PASSIVO	2001	2002	2003
ATIVO CIRCULANTE (AC)	228655	336325	508983	PASSIVO CIRCULANTE (PC)	222740	183487	200963
DISPONÍVEL	26237	70347	145156	SALÁRIOS	0	0	0
DUPLICATAS A RECEBER	103182	59020	128040	IMPOSTOS E OUTROS	21712	30639	55946
ESTOQUE	80327	178558	101073	FORNECEDOR	46163	74328	77003
OUTROS DIREITOS	18909	28400	134714	EMPRÉSTIMOS	154865	78520	68014
REALIZÁVEL LONGO PRAZO (RLP)	98875	71332	70189	EXIGÍVEL LONGO PRAZO (ELP)	11052	97330	341659
ATIVO PERMANENTE (AP)	48061	55481	88526	RESULTADO DE EXERC FUTUROS			
INVESTIMENTOS	5438	4050	2773	PC + ELP + REF (CT)	233792	280817	542622
IMOBILIZADO	41784	50612	85201	PARTICIPAÇÃO DE MINORITÁRIOS			
DEPRECIACÃO ACUMULADA				PATRIMÔNIO LÍQUIDO	141799	182321	125076
DIFERIDO	839	819	552	CAPITAL SOCIAL REALIZADO	158419	194391	208971
OUTROS	0	0	0	RESERVAS	20054	14580	112388
TOTAL ATIVO (AT)	375591	463138	667698	LUCROS ACUMULADOS	-36674	-26650	-196283
				TOTAL PASSIVO + PATRIM LIO	375591	463138	667698
DEMONSTRATIVO DO RESULTADO							
RECEITA BRUTA VENDAS E SERVIÇOS				(VB)	578573	579954	650624
DEDUÇÕES DE VENDAS (IMPOSTOS/ DESCONTOS, ...)					124276	132707	152087
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS				(VL)	454297	447247	498537
CUSTO PROD/ MERC/ SERVIÇOS VENDIDOS				(CMV)	383335	341165	435684
LUCRO BRUTO				(LB)	70962	106082	62853
DESPESAS OU RECEITAS OPERACIONAIS					76424	94685	169825
LUCRO OPERACIONAL				(LAJIR)	(5462)	11397	(106972)
DESPESAS OU RECEITAS NÃO OPERACIONAL					4630	813	23
LUCRO ANTES DO IR				(LAIR)	-10092	10584	-106995
IMPOSTO RENDA E CONTRIB SOCIAL A PAGAR (-) OU A RETIST (+)				(IR)	0	0	0
PAGAMENTO (-) OU REVERSÃO (+) DOS JUROS S/ CAPITAL PRÓPRIO					0	0	0
PARTICIPAÇÕES A PAGAR (-) OU A RECEBER (+)					0	0	0
LUCRO LÍQUIDO				(LL)	(10092)	10584	(106995)
Nº AÇÕES				(NA)	178546	198590	198590
LUCRO POR AÇÃO				(LPA)	(0,06)	0,05	(0,54)

Quadro 25: Cálculo Valor da Empresa, Goodwill – CCE da Amazônia S/A - Primeiro Triênio

ROI, ROA, ROE, GAF, ki, kir, ke; WACC; EVA; MVA (Goodwill); ICVA						CAPM DADOS	
CCE DA AMAZÔNIA							
ÍNDICE	CÁLCULO	Lei nº 9.249/95					
RETURN ON INVESTMENT	$ROI = LAJIR \cdot (1-IR) / (AT-PF)$	-3,57%	4,08%	22,92%	Invest Valor Mercad		
RETURN ON ASSETS	$ROA = LAJIR \cdot (1-IR) / AT$	-1,45%	2,46%	16,02%	IVM =		
RETURN ON EQUITY	$ROE = LL / PL$	-7,12%	5,81%	-85,54%	Taxa livre de risco	rf = 1,25%	
GRAU DE ALAVANÇAGEM FINANCEIRA	$GAF = ROE / ROA$	4,89	2,36	-5,34	Retorn Méd Carteira	rm = 26,46%	
CUSTO DO CAPITAL TERCEIROS	$ki = DF / CT$	1,98%	0,29%	39,43%	Beta do negócio	$\beta = -0,13$	
CUSTO CT DESCONT IMPOSTO RENDA	$kir = ki \cdot (1-IR)$	1,98%	0,29%	39,43%	Risco Brasil	$\alpha = 4,42\%$	
CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO (CAPM)	$ke = rf + \beta \cdot (rm - rf) + \alpha$	2,39%	2,39%	2,39%			
WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL	$WACC = CT / AT \cdot kir + PL / AT \cdot ke$	2,14%	1,12%	32,49%			
ECONOMIC VALUE ADDED	$EVA = AT \cdot (ROA - WACC) = LL - PL \cdot ke$	-13.485	6.222	-109.988			
VALOR DA EMPRESA	$VE = LL / ke + CT$	-187.991	723.162	-3.929.105			
INVESTIMENTOS A VALOR DE MERCADO	$IVM =$ (adotado total dos ativos)	375.591	463.138	667.998			
MARKET VALUE ADDED	$MVA = VE - IVM$ (Goodwill)	-563.582	260.024	-4.597.103			
ÍNDICE CRESCIMENT VALOR AGREGADO	$ICVA = IMA / (EVA / ke)$	1,00	1,00	1,00		ke = 0,00%	

Quadro 26: Demonstrações Contábeis Gradiente com Mensuração do Goodwill

DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS DA CIA.				CCE DA AMAZONIA S/A			
BALANÇO PATRIMONIAL							
ATIVO	2001	2002	2003	PASSIVO	2001	2002	2003
ATIVO CIRCULANTE (AC)	228655	336325	508983	PASSIVO CIRCULANTE (PC)	222740	183487	200963
DISPONÍVEL	26237	70347	145156	SALÁRIOS	0	0	0
DUPLICATAS A RECEBER	103182	59020	128040	IMPOSTOS E OUTROS	21712	30639	55946
ESTOQUE	80327	178558	101073	FORNECEDOR	46163	74328	77003
OUTROS DIREITOS	18909	28400	134714	EMPÉSTIMOS	154865	78520	68014
REALIZÁVEL LONGO PRAZO (RLP)	98875	71332	70189	EXIGÍVEL LONGO PRAZO (ELP)	11052	97330	341659
ATIVO PERMANENTE (AP)	48061	55481	88526	RESULTADO DE EXERC FUTUROS			
INVESTIMENTOS	5438	4050	2773	PC + ELP + REF (CT)	233792	280817	542622
IMOBILIZADO	41784	50612	85201	PARTICIPAÇÃO DE MINORITÁRIOS			
DEPRECIÇÃO ACUMULADA				PATRIMÔNIO LÍQUIDO	141799	182321	125076
DIFERIDO	839	819	552	CAPITAL SOCIAL REALIZADO	158419	194391	208971
OUTROS	0	0	0	RESERVAS	20054	14580	112388
Goodwill/Ativos Intangíveis	-563.582	260.024	-4.597.103	LUCROS ACUMULADOS	-36674	-26650	-196283
TOTAL ATIVO (AT)	-187.991	723.162	-3.929.405	Goodwill/Ativos Intangíveis	-563.582	260.024	-4.597.103
				TOTAL PASSIVO + PATRIM LÍQ	-187.991	723.162	-3.929.405
DEMONSTRATIVO DO RESULTADO							
RECEITA BRUTA VENDAS E SERVIÇOS				(VB)	578573	579954	650624
DEDUÇÕES DE VENDAS (IMPOSTOS/ DESCONTOS, ...)					124276	132707	152087
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS				(VL)	454297	447247	498537
CUSTO PROD/ MERC/ SERVIÇOS VENDIDOS				(CMV)	383335	341165	435684
LUCRO BRUTO				(LB)	70962	106082	62853
DESPESAS OU RECEITAS OPERACIONAIS					76424	94685	44119
LUCRO OPERACIONAL				(LAJIR)	(5462)	11397	106972
DESPESAS OU RECEITAS NÃO OPERACIONAL					4630	813	213967
LUCRO ANTES DO IR				(LAIR)	-10092	10584	-106995
IMPOSTO RENDA E CONTRIB SOCIAL A PAGAR (-) OU A RETIST (+)				(IR)	0	0	0
PAGAMENTO (-) OU REVERSÃO (+) DOS JUROS S/ CAPITAL PRÓPRIO					0	0	0
PARTICIPAÇÕES A PAGAR (-) OU A RECEBER (+)					0	0	0
LUCRO LÍQUIDO				(LL)	(10092)	10584	(106995)
Nº AÇÕES				(NA)	178546	198590	198590
LUCRO POR AÇÃO				(LPA)	(0,06)	0,05	(0,54)

Essa demonstração confirma o resultado obtido no primeiro triênio: quando há menor retorno sobre os investimentos, sobre os ativos e sobre o patrimônio líquido, há variação relativa do valor da empresa e, conseqüentemente, do Goodwill / Ativo Intangível, que se transforma em Goodwill negativo, conforme gráficos abaixo:

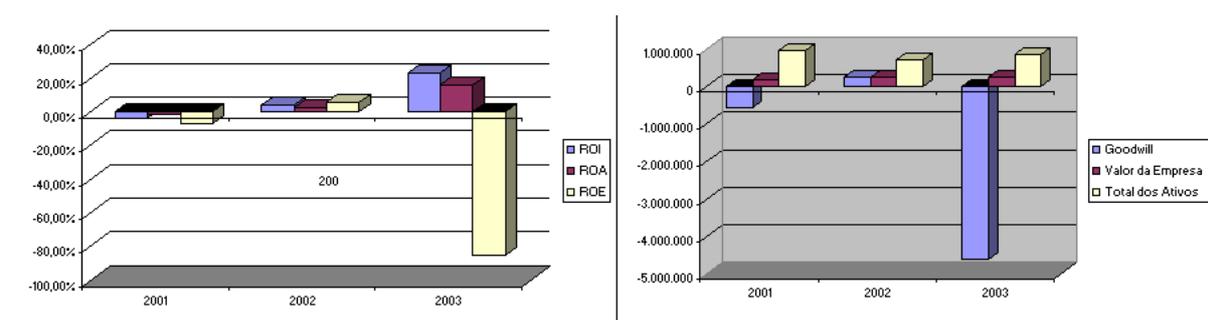


Gráfico 21: Comparativo Goodwill, VE, Total do Ativos X ROI, ROA e ROE

Constatamos, no estudo relativo à empresa CCE, primeiro triênio, a simetria da Variação do Goodwill e do Valor Econômico Adicionado – EVA, conforme gráfico abaixo:

Análise da Variação - Goodwill x EVA

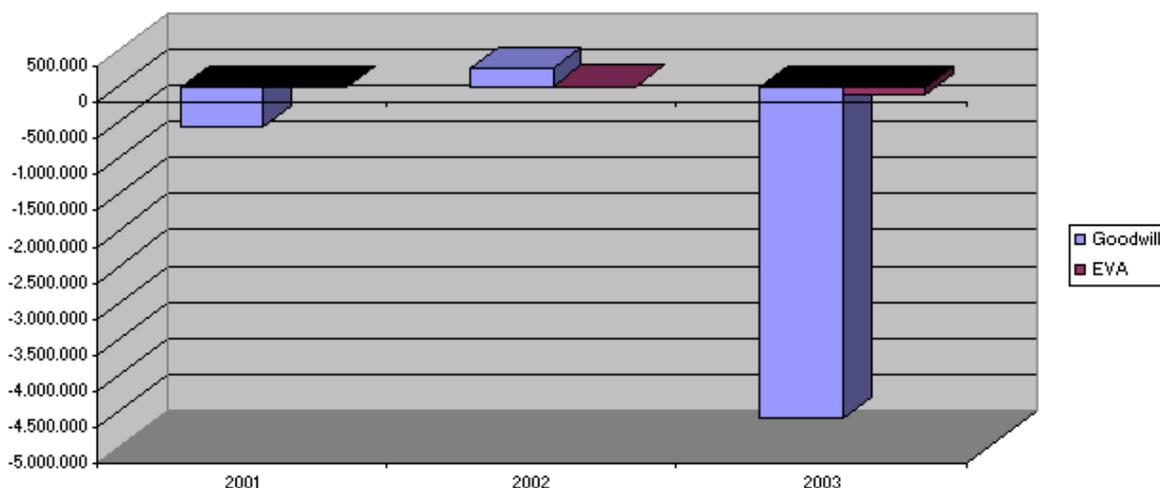


Gráfico 22: Análise da Variação – Goodwill X EVA

5.4.4.2 CCE da Amazônia S/A – Segundo triênio

Quadro 27: Demonstrações Contábeis CCE da Amazônia S/A– Segundo Triênio

DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS DA CIA.				CCE DA AMAZÔNIA S/A			
BALANÇO PATRIMONIAL							
ATIVO	2004	2005	2006	PASSIVO	2004	2005	2006
ATIVO CIRCULANTE (AC)	709.715	605.597	717.641	PASSIVO CIRCULANTE (PC)	279.599	370.467	474.673
DISPONÍVEL	64.258	58.104	77.287	SALÁRIOS	0	0	0
DUPLICATAS A RECEBER	371.865	184.517	313.952	IMPOSTOS E OUTROS	51278	94295	77245
ESTOQUE	117.873	113.414	144.971	FORNECEDOR	79.173	177.555	69.764
OUTROS DIREITOS	155719	249562	181431	EMPRÉSTIMOS	149.148	98.617	327.664
REALIZAVEL LONGO PRAZO (RLP)	73.227	153.837	189.738	EXIGIVEL LONGO PRAZO (ELP)	351.546	212.885	255.551
				RESULTADO DE EXERC FUTUROS	0	0	0
ATIVO PERMANENTE (AP)	84.090	83.826	88.621	PC + ELP + REF (CT)	631145	583352	730224
INVESTIMENTOS	2.773	47.090	47.090	PARTICIPAÇÃO DE MINORITÁRIOS	0	0	0
IMOBILIZADO	80.997	36.628	40.120	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	235.887	259.908	265.776
DEPRECIACÃO ACUMULADA	0	0	0	CAPITAL SOCIAL REALIZADO	220.833	339.933	339.933
DIFERIDO	320	108	64	RESERVAS	219902	124443	165034
OUTROS	0	0	1347	LUCROS ACUMULADOS	-204848	-204.468	-239.191
TOTAL ATIVO (AT)	867032	843260	996000	TOTAL PASSIVO + PATRIM LÍQ	867032	843260	996000
DEMONSTRATIVO DO RESULTADO							
RECEITA BRUTA VENDAS E SERVIÇOS				(VB)	792.553	921.574	1.043.056
DEDUÇÕES DE VENDAS (IMPOSTOS/ DESCONTOS, ...)					185718	176204	211822
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS				(VL)	606.835	745.370	831.234
CUSTO PROD/ MERC/ SERVIÇOS VENDIDOS				(CMV)	464398	523607	616777
LUCRO BRUTO				(LB)	142437	221763	214457
DESPESAS OU RECEITAS OPERACIONAIS					152829	252525	228727
LUCRO OPERACIONAL				(LAJIR)	(10392)	(30762)	(14270)
DESPESAS OU RECEITAS NÃO OPERACIONAL					562	579	231
LUCRO ANTES DO IR				(LAIR)	-9.830	-30.183	-14.039
IMPOSTO RENDA E CONTRIB SOCIAL A PAGAR (-) OU A RETIST (+)				(IR)	0	(165)	0
PAGAMENTO (-) OU REVERSÃO (+) DOS JUROS S/ CAPITAL PRÓPRIO					0	0	0
PARTICIPAÇÕES A PAGAR (-) OU A RECEBER (+)					0	0	0
LUCRO LÍQUIDO				(LL)	(9830)	-30.348	(14039)
Nº AÇÕES				(NA)	198590	198590	198590
LUCRO POR AÇÃO				(LPA)	(0,0495)	(0,1528)	(0,0707)

Quadro 28: Cálculo Valor da Empresa, Goodwill – CCE da Amazônia S/A Segundo Triênio

ROI, ROA, ROE, GAF, ki, kir, ke; WACC; EVA; MVA (Goodwill); ICVA					CAPM DADOS	
CCE DA AMAZÔNIA						
INDICE	CALCULO	Lei nº 9.249/95				
RETURN ON INVESTMENT	ROI = LAJIR*(1-IR)/(AT-PF)	-1,77%	-6,54%	-2,74%	Invest Valor Mercad	
RETURN ON ASSETS	ROA = LAJIR*(1-IR)/AT	-1,20%	-3,67%	-1,43%	IVM =	
RETURN ON EQUITY	ROE = LL/PL	-4,17%	-11,68%	-5,28%	rf =	5,25%
GRAU DE ALAVANCAGEM FINANCEIRA	GAF = ROE/ROA	3,48	3,18	3,69	Retorn Méd Carteira	32,83%
CUSTO DO CAPITAL TERCEIROS	ki = DF/CT	-0,09%	-0,10%	-0,03%	rm	
CUSTO CT DESCONT IMPOSTO RENDA	kir = ki*(1-IR)	-0,09%	-0,10%	-0,03%	Beta do negócio	β = 0,66
CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO (CAPM)	ke = rf+β*(rm-rf)+α	25,69%	25,69%	25,69%	Risco Brasil	α = 2,24%
WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL	WACC = CT/AT*kir+PL/AT*ke	6,93%	7,85%	6,83%		
ECONOMIC VALUE ADDED	EVA = AT*(ROA-WACC) = LL-PL*ke	-70.436	-97.126	-82.324		
VALOR DA EMPRESA	VE = LL/ke+CT	592.885	465.233	675.582		
INVESTIMENTOS A VALOR DE MERCADO	IVM = (adotado total dos ativos)	867.032	843.260	996.000		
MARKET VALUE ADDED	MVA = VE-IVM (Goodwill)	-274.147	-378.027	-320.418		
ÍNDICE CRESCIMENT VALOR AGREGADO	ICVA = MVA/(EVA/ke)	1,00	1,00	1,00	ke =	

Quadro 29: Demonstrações Contábeis Gradiente com Mensuração do Goodwill

DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS DA CIA				CCE DA AMAZÔNIA S/A			
BALANÇO PATRIMONIAL							
ATIVO	2004	2005	2006	PASSIVO	2004	2005	2006
ATIVO CIRCULANTE (AC)	709.715	605.597	717.641	PASSIVO CIRCULANTE (PC)	279.599	370.467	474.673
DISPONÍVEL	64.258	58.104	77.287	SALÁRIOS	0	0	0
DUPLICATAS A RECEBER	371.865	184.517	313.952	IMPOSTOS E OUTROS	51278	94295	77245
ESTOQUE	117.873	113.414	144.971	FORNECEDOR	79.173	177.555	69.764
OUTROS DIREITOS	155719	249562	181431	EMPRÉSTIMOS	149.148	98.617	327.664
REALIZÁVEL LONGO PRAZO (RLP)	73.227	153.837	189.738	EXIGÍVEL LONGO PRAZO (ELP)	351.546	212.885	255.551
ATIVO PERMANENTE (AP)	84.090	83.826	88.621	RESULTADO DE EXERC FUTUROS	0	0	0
INVESTIMENTOS	2.773	47.090	47.090	PC + ELP + REF (CT)	631145	583352	730224
IMOBILIZADO	80.997	36.628	40.120	PARTICIPAÇÃO DE MINORITÁRIOS	0	0	0
DEPRECIACÃO ACUMULADA	0	0	0	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	235.887	259.908	265.776
DIFERIDO	320	108	64	CAPITAL SOCIAL REALIZADO	220.833	339.933	339.933
OUTROS	0	0	1347	RESERVAS	219902	124443	165034
Goodwill/Ativos Intangíveis	-274.147	-378.027	-320.418	LUCROS ACUMULADOS	-204848	-204.468	-239.191
TOTAL ATIVO (AT)	592.885	465.233	675.582	Goodwill/Ativos Intangíveis	-274.147	-378.027	-320.418
				TOTAL PASSIVO + PATRIM LÍQ	592.885	465.233	675.582
DEMONSTRATIVO DO RESULTADO							
RECEITA BRUTA VENDAS E SERVIÇOS	(VB)	792.553	921.574	1.043.056			
DEDUÇÕES DE VENDAS (IMPOSTOS/ DESCONTOS, ...)		185718	176204	211822			
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	(VL)	606.835	745.370	831.234			
CUSTO PROD/ MERC/ SERVIÇOS VENDIDOS	(CMV)	464398	523607	616777			
LUCRO BRUTO	(LB)	142437	221763	214457			
DESPESAS OU RECEITAS OPERACIONAIS		152829	252525	228727			
LUCRO OPERACIONAL	(LAJIR)	(10392)	(30762)	(14270)			
DESPESAS OU RECEITAS NÃO OPERACIONAL		562	579	231			
LUCRO ANTES DO IR	(LAIR)	-9.830	-30.183	-14.039			
IMPOSTO RENDA E CONTRIB SOCIAL A PAGAR (-) OU A RETIST (+)	(IR)	0	(165)	0			
PAGAMENTO (-) OU REVERSÃO (+) DOS JUROS S/ CAPITAL PRÓPRIO		0	0	0			
PARTICIPAÇÕES A PAGAR (-) OU A RECEBER (+)		0	0	0			
LUCRO LÍQUIDO	(LL)	(9830)	-30.348	(14039)			
Nº AÇÕES	(NA)	198590	198590	198590			
LUCRO POR AÇÃO	(LPA)	(0,0495)	(0,1528)	(0,0707)			

Essa demonstração confirma o resultado obtido no primeiro triênio: quando há menor retorno sobre os investimentos, sobre os ativos e sobre o patrimônio líquido, há variação relativa do valor da empresa e, consequentemente, do Goodwill / Ativo Intangível, que se transforma em Goodwill negativo, conforme gráficos:

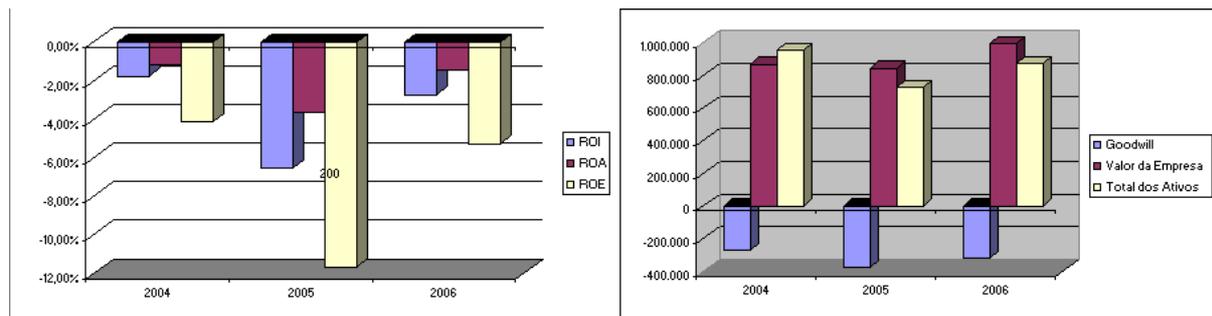


Gráfico 23: Comparativo Goodwill, VE, Total do Ativos X ROI, ROA e ROE

Constatamos também, no estudo relativo à empresa CCE, segundo triênio, a simetria da Variação do Goodwill e do Valor Econômico Adicionado – EVA, conforme gráfico abaixo:

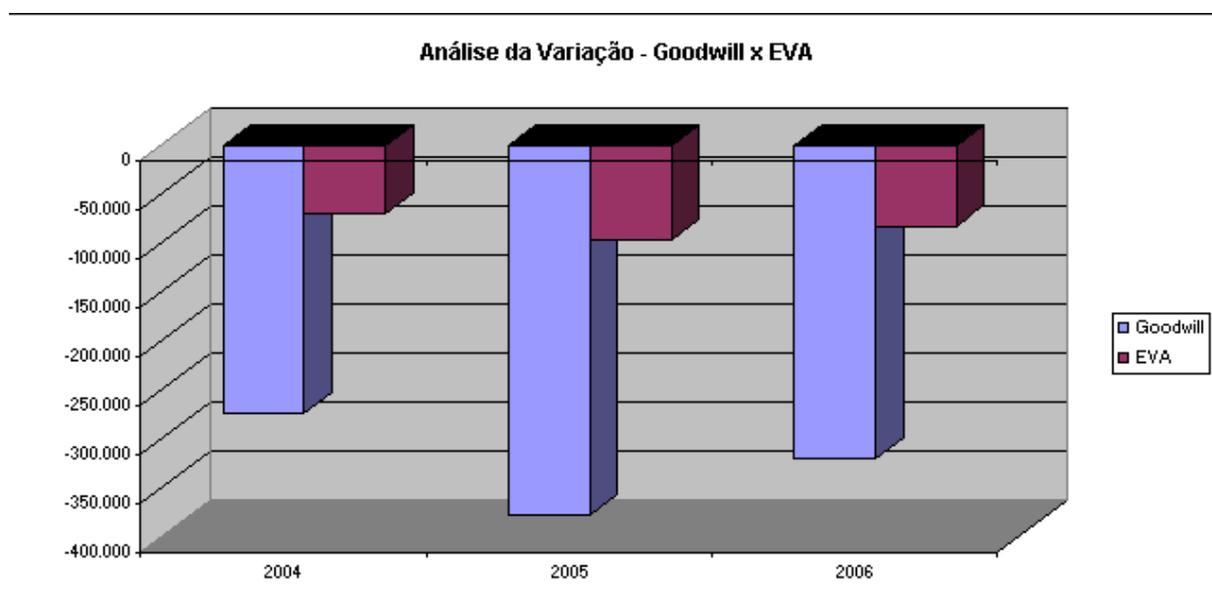


Gráfico 24: Análise da Variação – Goodwill X EVA

5.5 Análise Comparativa das Empresas do Setor Eletroeletrônico – Áudio e Vídeo

Quadro 30: Comparativo das Empresas do Setor de Eletroeletrônico – Áudio e Vídeo

QUADRO COMPARATIVO DO VALOR DA EMPRESAS, GOODWILL, ATIVO TOTAL, PATRIMÔNIO LÍQUIDO, LUCRO LÍQUIDO						
ITAUTEC PHILCO	2001	2002	2.003	2004	2.005	2.006
VE-Valor da Empresa	718.139	2.865.548	1.104.576	709.853	591.324	716.420
IVM = Ativo Total	812.464	945.012	982.973	949.165	723.218	871.120
Goodwill (Badwill)	(94.325)	1.920.536	121.603	(239.312)	(131.894)	(154.700)
EVA	(2.257)	45.953	2.910	(61.486)	(33.887)	(39.747)
PL-Patrimônio Líquido	269.775	308.828	313.178	326.990	312.886	349.552
Lucro Líquido	4.198	53.342	10.403	22.527	46.502	50.063
SEMP TOSHIBA	2001	2002	2.003	2004	2.005	2.006
VE-Valor da Empresa	166.739	268.808	238.089	95.025	135.160	148.198
IVM = Ativo Total	100.530	104.267	115.450	126.598	136.949	151.256
Goodwill (Badwill)	66.209	164.541	122.639	(31.573)	(1.789)	(3.058)
EVA	1.584	3.937	2.934	(8.112)	(460)	(788)
PL-Patrimônio Líquido	2.918	6.897	9.304	1.604	1.540	1.015
Lucro Líquido	1.654	4.102	3.157	(7.700)	(64)	(525)
GRADIENTE	2001	2002	2.003	2004	2.005	2.006
VE-Valor da Empresa	(4.296.186)	(48.002)	(7.006.386)	615.766	820.039	427.098
IVM = Ativo Total	632.894	888.033	642.340	765.599	832.636	881.455
Goodwill (Badwill)	(4.929.080)	(936.035)	(7.648.726)	(149.833)	(12.597)	(454.357)
EVA	(117.938)	(22.397)	(183.011)	(38.496)	(3.237)	(116.737)
PL-Patrimônio Líquido	310.156	272.475	91.657	71.780	106.164	2.281
Lucro Líquido	(110.517)	(15.877)	(180.818)	(20.054)	24.040	(116.151)
CCE DA AMAZÔNIA	2001	2002	2.003	2004	2.005	2.006
VE-Valor da Empresa	(187.991)	723.162	(3.929.105)	592.885	465.233	675.582
IVM = Ativo Total	375.591	463.138	667.998	867.032	843.260	996.000
Goodwill (Badwill)	(563.582)	260.024	(4.597.103)	(274.147)	(378.027)	(320.418)
EVA	(13.485)	6.222	(109.988)	(70.436)	(97.126)	(82.324)
PL-Patrimônio Líquido	141.799	182.321	125.076	235.887	259.908	265.776
Lucro Líquido	(10.092)	10.584	(106.995)	(9.830)	(30.348)	(14.039)

Para se comparar as empresas do setor estudadas, apresentamos a média obtida com os resultados das empresas Itautec, Semp, Gradiente e CCE, conforme quadro a seguir:

Quadro 31: Médias das Empresas do Setor de Eletroeletrônico – Áudio e Vídeo

QUADRO MÉDIA DO SETOR: VALOR DA EMPRESAS, GOODWILL, ATIVO TOTAL, PATRIMÔNIO LÍQUIDO, LUCRO LÍQUIDO						
MÉDIA DO SETOR	2001	2002	2.003	2004	2.005	2.006
VE-Valor da Empresa	(899.825)	952.379	(2.398.207)	503.382	502.939	491.825
IVM = Ativo Total	480.370	600.113	602.190	677.099	634.016	724.958
Goodwill (Badwill)	(1.380.195)	352.267	(3.000.397)	(173.716)	(131.077)	(233.133)
EVA	(33.024)	8.429	(71.789)	(44.633)	(33.678)	(59.899)
PL-Patrimônio Líquido	181.162	192.630	134.804	159.065	170.125	154.656
Lucro Líquido	(28.689)	13.038	(68.563)	(3.764)	10.033	(20.163)

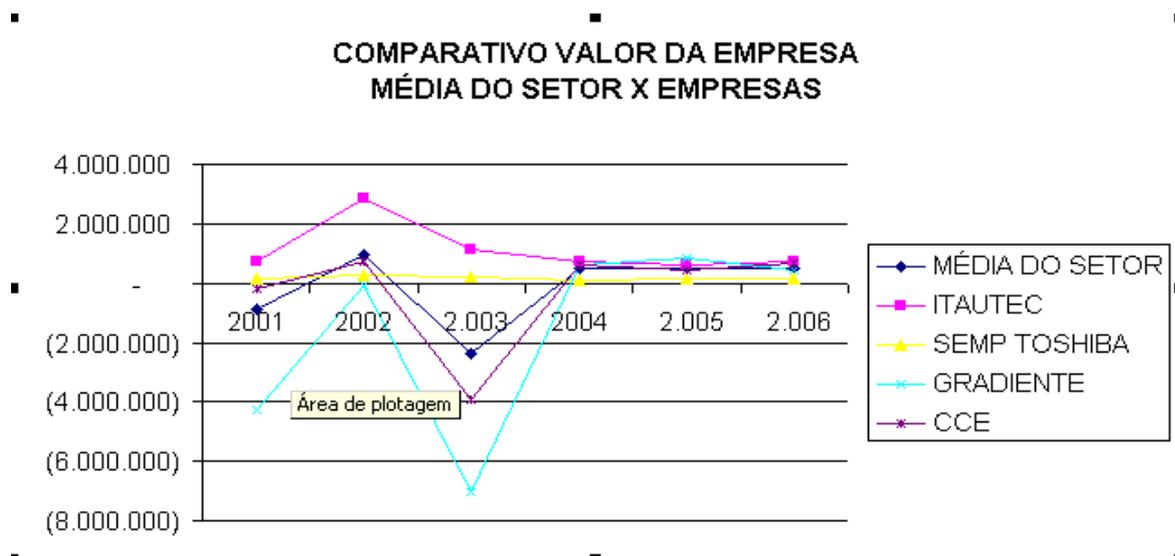


Gráfico 25: Comparativo Valor da Empresa – Média do Setor x Empresas

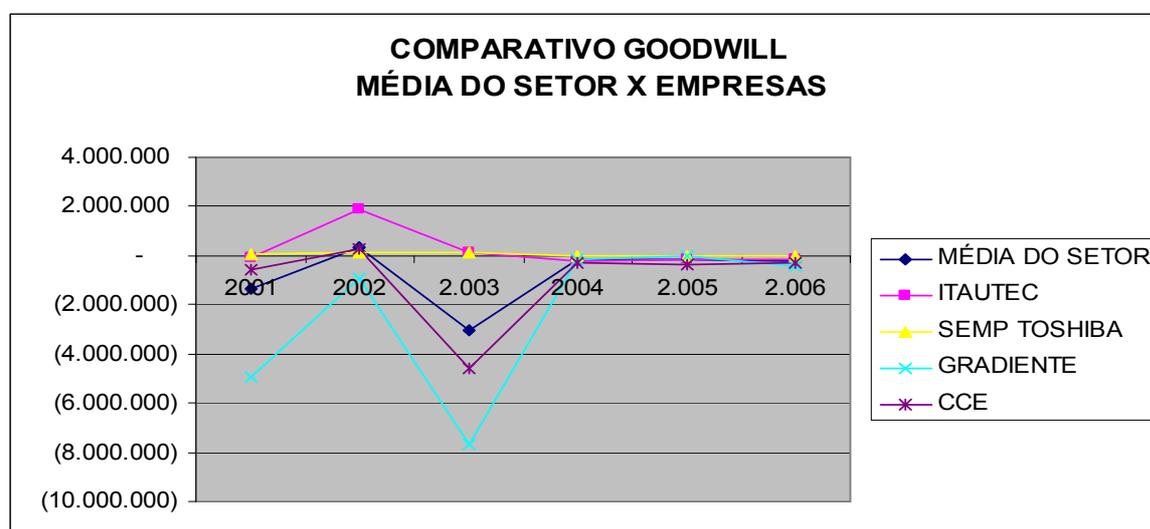


Gráfico 26: Comparativo Goodwill – Média do Setor x Empresas

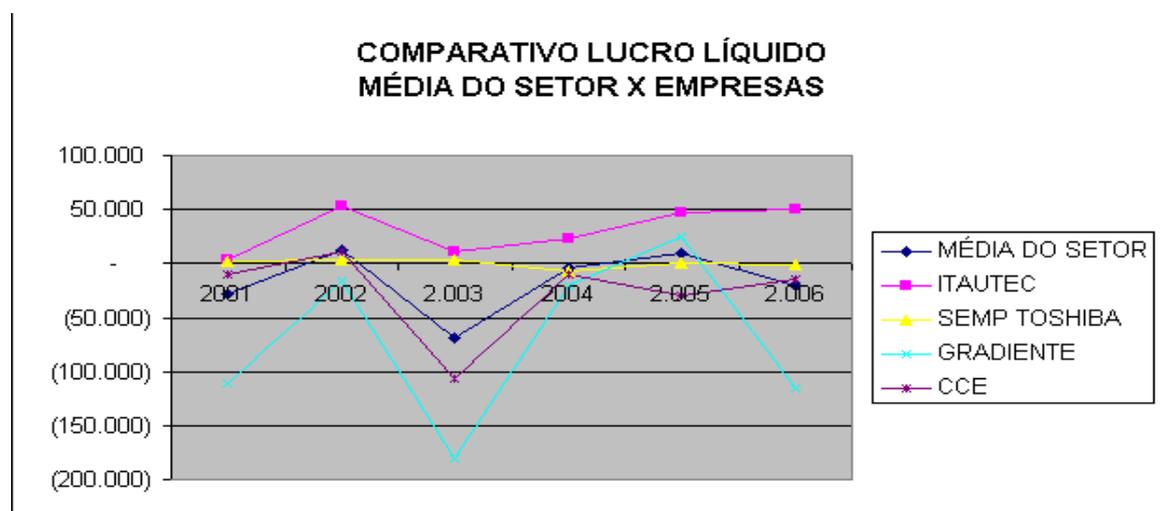


Gráfico 27: Comparativo Lucro Líquido – Média do Setor x Empresas

Ao analisar os principais aspectos das empresas (Valor da Empresa, Goodwill e Lucro Líquido) constatamos que: O Godwill e o Valor da Empresa aumentam ou diminuem em função dos resultados das empresas.

A verificação dos números médios do Setor, evidenciou lucros apenas nos anos de 2002 e 2005 o que demonstra que o setor sofreu com o processo abertura de mercado, que se iniciou na década de 90 e, ao longo desses anos, causou o fechamento de diversas indústrias, devido à falta de competitividade da indústria local, fundamentado no capítulo 4, dedicado ao setor eletroeletrônico, as informações obtidas nas entidades representativas do Setor Eletros e Abinee, os dados coletados indicam que o setor não estava preparado para a entrada de Produtos estrangeiros.

Durante os anos analisados de 2001 a 2006 o número de importações foram muito superiores as exportações, confirmados pelos números de déficit da Balança Comercial. Com as importações chegaram produtos com tecnologia de ponta, causando perda de receitas principalmente para as empresas Gradiente e CCE da Amazônia. No caso da Semp e Itaotec puderam suportar melhor em razão da sua origem estar ligada a empresas estrangeiras.

As empresas nacionais foram obrigadas a descontinuar suas fábricas de aparelhos de Áudio e iniciaram um processo de substituição da tecnologia da TV convencional , para novas tecnologias LCD, para tanto, tiveram que se tornar empresas do ramo de Informática, para a integração da nova tecnologia à sua indústria.

Verifica-se que a Semp Toshiba teve o melhor desempenho em relação ao Goodwill, seguida pela Itaotec Philco; em terceiro lugar, a CCE da Amazônia S/A e, por último, a Gradiente.

Destacamos que, atualmente, a empresa Gradiente encerrou suas atividades, fato que confirma sua tendência de Goodwill negativo (ou Badwill) de tal forma, não sendo possível suportar suas operações. Ou seja, pela metodologia apresentada, na medida em que o valor econômico agregado diminui, também se reduz o Goodwill.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente dissertação partiu do pressuposto de que, no momento inicial da decisão de compra, temos apenas dados externos às empresas, expressos em suas publicações. Esses dados refletem o custo da empresa e não são produzidos para evidenciar o Valor de Mercado da empresa.

Os registros contábeis podem servir de base para o processo de venda e de compra de uma organização, pois o valor patrimonial Ativo e Passivo de uma organização está nas demonstrações contábeis. Tal afirmação é fruto de que, se os ativos de uma empresa produzem um lucro acima do seu custo de capital, o Valor da Empresa é aumentado, elevando assim, seu Valor de Mercado.

É fato que sempre haverá uma certa subjetividade na definição do valor de uma empresa, principalmente por se tratar de uma metodologia que se baseia em resultados esperados, obtidos do comportamento do mercado. Um investidor adquire por certo valor um retorno esperado de se realizar no futuro.

O retorno está sujeito a imprevistos e a fatores não totalmente controláveis no processo de previsão. Assim, o capital humano envolvido nas decisões, a criação de valor pela gestão e o poder criativo dos colaboradores da empresa são fatores muitas vezes decisivos.

Além do julgamento, outras razões e metas associadas ao vendedor e ao comprador também interferem na avaliação, principalmente em empresas que utilizam fatores de produção calcados em novas tecnologias, como é o caso do setor eletroeletrônico. Tais fatores intensificam os possíveis questionamentos ao valor calculado, pois são intangíveis.

No desenvolvimento do estudo procurou-se, primeiramente, discorrer sobre uma vasta conceituação relativa a Valor Contábil e Valor Econômico, métodos técnicas para mensuração econômica, no sentido de se aproximar a informação contábil ao valor de sua possível compra e venda e, buscou-se evidenciar o Valor da Empresa, dessa forma, despertar o interesse de compra, destacando os Ativos Intangíveis como expectativas de retorno esperado, para contribuir em processos de tomada de decisões.

A Proposição de Pesquisa foi confirmada, em razão de ser evidenciado que a informação contábil tem utilidade limitada em razão do custo histórico. Não há, portanto, mensuração adequada dos seus Ativos Intangíveis, o que gera necessidade de aproximação ao valor econômico. Ao utilizarmos os métodos e as técnicas de avaliação de empresas, como base de dados externos, poderemos identificar suas fontes de valor, ou seja, seus Ativos Intangíveis, pela dedução do Valor da empresa ao seu valor dos ativos totais, constatou também, limitações por não identificar individualmente os ativos intangíveis, além de ter seu valor fortemente influenciado pelo lucro ou prejuízo do período. Recomenda-se então, a utilização do maior número de períodos para confirmar o provável Valor da empresa. Baseado no conceito que o Valor é atribuído pela aceitação das partes envolvidas, o comprador e o vendedor, devem-se estabelecer uma discussão inicial sobre a metodologia que melhor represente o Valor da empresa.

O trabalho mostrou que é possível apresentar as demonstrações contábeis em vários critérios de avaliação, valores de entradas, valores de saídas, utilizar métodos e técnicas de avaliação de empresas, e ao mesmo tempo, proporcionar uma informação adicional em uma única demonstração, atendendo exigências legais, fiscais e normativas, com destaque na mensuração do Goodwill, sem comprometer a legalidade nem a utilidade da informação.

Ao analisar quatro empresas representativas do setor de eletroeletrônico de Áudio e Vídeo, ficou evidenciado também que a metodologia escolhida (VE- Valor da Empresa e do MVA – Valor de Mercado Adicionado) destaca o valor do Goodwill e esse aumenta ou diminui na medida que o EVA Valor Econômico Agregado oscila.

Ao se utilizar a análise do MVA para se comparar o Setor Eletroeletrônico de Áudio e Vídeo, constatou-se que a empresa Gradiente, que apresentou o pior resultado em termos de Goodwill em vários períodos, não conseguiu resistir e veio a falência. De um modo geral, as demais empresas apresentaram resultados negativos, que as motivaram a diversificar seus produtos, passando a fabricar produtos de informática como uma tentativa de sobrevivência, fato esse que limitou, neste estudo, a análise do Áudio e Vídeo até o ano de 2006.

Por fim, é importante destacar que este estudo não tem a pretensão de esgotar o tema, especialmente pela clareza de ele estar inserido num campo extremamente complexo, que é a mensuração ou atribuição do valor dos Ativos Intangíveis, abrigando diversas variáveis que

precisam ser estudadas mais profundamente (como o custo de capital e o valor investido em uma empresa), além de se impor considerar que os dados (Betas, Retorno Médio das Carteiras, Risco-Brasil), no Brasil, são muito distorcidos. Principalmente para esse estudo a obsolescência tecnológica, causando num primeiro momento a destruição de valor das empresas, em seguida a descontinuidade pela falta de condições de responder à demanda de produtos com novas tecnologias.

Ao término desse estudo, identificamos a necessidade de uma investigação sobre correlação do valor adicionado aos acionistas e o grau de intangibilidade dos Ativos. Essa é uma, entre outras indicações de futuros estudos, pois espera-se que este estudo seja um ponto de partida para a realização de outras pesquisas e que tenha contribuído, mesmo que modestamente, para a qualificação das informações produzidas pela área contábil.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABINEE – Associação Brasileira da Indústria Elétrica e Eletrônica,

<http://www.abinee.org.br/>, acessado em 28/06/08.

AICPA – The American Institute of Certified Public Accountants, <http://www.aicpa.org/> ,

acessado em 31/05/08.

ANTUNES, Ricardo. Os sentidos do trabalho: Ensaio sobre a afirmação e a negação do trabalho. São Paulo: Bomtempo, 2000.

ASSAF NETO, A. Finanças corporativas e valor. São Paulo: Atlas, 2003.

_____.A contabilidade e a gestão baseada no valor. 1999<

Disponível:http://www.marvinconsultoria.com.br/adm/anexos/Assaf_Neto_EVA.pdf –

acessado em 28/08/2008.

BROOKING, Annie. Intellectual Capital: Core Asset for the Third Millennium Enterprise, Thomson Business Press, 1996.

COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J. Avaliação de Empresas “Valuation”. 3. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2002

DAMODARAN, Aswath. Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. 1ª ed., 8ª reimp. Rio de Janeiro: Qualitymark Ed., 1997

EDVINSON, Leif; MALONE, Michael S. Capital Intelectual: Descobrimo o valor real de sua empresa pela identificação de seus valores internos, São Paulo, Makron Books, 1998.

ELETROS – Associação Nacional de Fabricantes de Produtos Eletroeletrônicos, <http://www.eletros.org.br/>, acessado em 01/07/08

FALCINI, Primo. Avaliação Econômica de empresas. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

FASB - Financial Accounting Standards Board, <http://www.fasb.org/> , acessado em 31/05/08

FREZATTI, Fábio. Gestão do valor na empresa. São Paulo: Atlas, 2003.

GITMAN, Lawrence J. Princípios da Administração Financeira. 10º edição. Tradução: Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Addison Wesley, 2004.

GUERREIRO, R.: OLIVEIRA, A.B.S.:PEREIRA, C.A. A Incerteza na Mensuração e Informação do Valor Econômico – Um Outro Paradoxo do Valor, Artigo.Congresso Internacional de Custos, Leon, 2001.

HENDRIKSEN, E. S.:BREDA, M. F. V. Teoria da Contabilidade. 1 Ed. São Paulo. Atlas, 2004.

IASB – International Accounting Standards Board, <http://www.iasb.org/Home.htm>, acessado em 02/06/08.

IUDÍCIBUS, Sérgio. Teoria da Contabilidade, 5 ed. – São Paulo: Atlas, 2004.

_____. Análises de Balanços, 9 ed. - São Paulo: Atlas, 2008.

KASSAI, José Roberto. Et al. Retorno de investimento: Abordagem matemática e contábil do lucro empresarial. São Paulo: Atlas, 1999.

_____. Aspectos observados na conciliação entre o Valor Presente Líquido (VPL) e o (EVA): Tese de Doutorado, 2001. apresentada na FEA/USP.

KOHLER, Eric Louis. Kohler's Dictionary for Accountants. Sixth Edition (Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ. 1983).

LACERDA, Antônio Corrêa de. O impacto da globalização na economia brasileira. São Paulo: Contexto, 1998.

LAKATOS, Eva Maria; Marconi, Maria de Andrade. Metodologia do Trabalho Científico. 5 ed. – São Paulo: Atlas, 2000.

LEI 6.404/76 – Lei das Sociedades por ações.

LEI 11.638/07 – Alteração da Lei das Sociedades por ações.

LOPES, João Francisco. Contribuição às mensuração e classificação contábil do capital intelectual. 2000. Dissertação de Mestrado. apresentada na FEA/PUC-SP.

MARTINS, Eliseu. Avaliação de Empresas: Da Mensuração Contábil à Econômica – São Paulo: Atlas, 2001.

_____. Contribuição à Avaliação do Ativo Intangível. 1972. Tese de Doutorado. apresentada na FEA/USP.

MARTINS, Vinicius Aversari. Contribuição à Avaliação do Goodwill: Depósitos estáveis, um Ativo Intangível. 2002. Dissertação de Mestrado. apresentada na FEA/USP.

McKINSEY BRASIL & McKINSEY GLOBAL INSTITUTE. Produtividade: a chave do desenvolvimento acelerado do Brasil. São Paulo/Washington, 1998

MONOBE, Massanori. Contribuição a Mensuração e Contabilização do Goodwill não adquirido. 1986. Tese de Doutorado apresentada na FEA/USP.

NASCIMENTO, Auster Moreira. Uma Contribuição para o Estudo dos Custos de Oportunidade. São Paulo, 1998. Dissertação de Mestrado apresentada na FEA/USP.

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: Atlas, 1999.

NEVES, João Carvalho das. Avaliação de empresas e Negócios. Portugal. Editora Mc Graw hill, 2002.

OLIVEIRA, Antonio Benedito Silva. Contribuição à formulação de um modelo decisório para intangíveis por atividade: uma abordagem econômica. Tese de Doutorado. - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade São Paulo, 1999.

OLIVEIRA, Djalma de Pinho Rebouças de. Manual de Avaliação de Empresas e Negócios. São Paulo: Atlas, 2004.

PEREZ, Marcelo Monteiro. A importância estratégica dos ativos intangíveis na geração de valor ao acionista. 2003. Dissertação de Mestrado. apresentada na FEA/PUC-SP.

RAPPAPORT, A. & MAUBOUSSIN, M. J. Análise de Investimentos. São Paulo. Editora Campus, 2002.

REIS, Ernando Antonio dos. Valor da Empresa e Resultado Econômico em Ambientes de Múltiplos ativos Intangíveis; uma Abordagem de Gestão Econômica. Tese de Doutorado. - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade São Paulo, 2002.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. Administração financeira. São Paulo: Atlas, 2002.

SANTI FILHO, Armando de. Análise de Balanços para Controle Gerencial: enfoque sobre o Fluxo de Caixa e Previsão de Rentabilidade, 3 ed. – São Paulo: Atlas, 1995.

SANTOS, José Odílio dos. Avaliação de Empresas. 2 ed. – São Paulo: Saraiva, 2008.

SCHIMIDT, Paulo; SANTOS, José Luiz dos. Avaliação de Ativos Intangíveis – São Paulo: Atlas, 2002.

SVEIBY, Karl Erik. A Nova Riqueza das Organizações: Gerenciando e Avaliando Patrimônios de Conhecimento – 7º ed. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

TINOCO, João E.P. . Avaliação Patrimonial em Contabilidade À Valores de Entrada e de Saída. Revista Caderno de Estudos da Fipecafi FEA/USP, São Paulo, v. 6, p. 1-21, 1992.

UPTON, W.S. Business and Financial Reporting, Challenges from the New Economy, Special Report FASB, 2001.

OUTRAS BIBLIOGRAFIAS

ALCANTARA, J. C. G. O modelo de avaliação de ativos (Capital Asset Pricing Model)- Aplicações. Revista de Administração de Empresa. Rio de Janeiro, v. 21, n. 1. 1981.

ALMEIDA, Maria Goreth Miranda; HAIL, Zaina Said El. Mensuração e avaliação do ativo: uma revisão conceitual e uma abordagem do Goodwill e do ativo intelectual. São Paulo, Caderno de Estudos, FIPECAFI, v.9, nº16, p.66-83, julho/dezembro 1997.

ANGELONI, Maria Terezinha. Elementos intervenientes na tomada de decisão. Ciência da Informação. Brasília, v.32, n.1, p.17-22, jan/abr.2003.

BECKER, Jack, General Proof of Modigliani-Miller Propositions I and II using Parameter-Preference Theory, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 13, No. 1. (Mar., 1978).

CELOTO, Ricardo. Intangíveis e os retornos excepcionais. In: revista de contabilidade, nº 27, mar. 2004.

CATELLI, Armando. Controladoria: Uma abordagem da Gestão Econômica GECON - São Paulo: Atlas, 1999.

DRUCKER, Peter F. A sociedade pós-capitalista. 2. ed. São Paulo: Pioneira, 1993.

DRUCKER, Peter F. As mudanças na economia mundial. Em Política Externa, vol. 1, nº 3, dez.jan.fev. 92-93.

FAVERO, Hamilton L. et al. Contabilidade: teoria e prática. São Paulo: Atlas, 1997.

GALBRAITH, J. K., SALINGER, N. A economia ao alcance de quase todos. São Paulo: Pioneira, 4º ed. 1992.

HUBERMAN, Leo História Da Riquessa Do Homem. LTC Editora, 21a. Ed., Rio de Janeiro, 1986.

HORNGREN, Charles T.; FOSTER, George; DATAR, Srikant. Contabilidade de Custos. Tradução José Luiz Paravatto, 9 ed. – Rio de Janeiro: ETC, 2000.

IMAM Consultoria Ltda. Desempenho da Indústria Brasileira. São Paulo: 1990.

KAPLAN, Robert S.; COOPER, Robin. Custo e desempenho: administre seus custos para ser mais competitivo. Rio de Janeiro: Campus, 1997.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto R. Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações, 5 ed. – São Paulo: Atlas, 2000.

JOHNSON, H. Thomas. Contabilidade Gerencial: A Restauração da Relevância da Contabilidade nas Robert S. ; NORTON, David P. A Estratégia em Ação, Balanced Scorecard. Tradução de Luiz Euclides Trindade Frazão Filho – Rio de Janeiro: Campus, 1997.

SÁ, Antonio Lopes de. Ativo intangível e potencialidades dos capitais in: revista de contabilidade, nº 13, set. 2000.

SCHIMIDT, Paulo; SANTOS, José Luiz dos. Goodwill o mais Intangível dos Intangíveis in: revista de contabilidade, nº 26, dez. 2003.

SANTOS, José Luiz dos (2002). Goodwill adquirido: estudo comparativo do tratamento contábil entre as normas brasileiras, norte-americanas e internacionais. 2002: Dissertação de Mestrado apresentada na Universidade do Vale dos Sinos -

SEVERINO, Antônio Joaquim. Metodologia do Trabalho Científico, 22 ed. rev. e ampl. com a ABNT - São Paulo: Cortez, 2002.

SEC - Securities and Exchange Commission, <http://www.sec.gov/> , acessado em 26/05/08.

STERN STEWART & Co, <http://www.sternstewart.com.br>, acessado em 26/05/08.

STEWART, Thomas A. Capital intelectual: a nova vantagem competitiva das empresas. Tradução de Ana Beatriz Rodrigues, Priscilla Martins Celeste. 2.ed. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

THOMPSON, Charles "Chic". Grande idéia! São Paulo: Saraiva, 1993.

WERNKE, Rodney. Gestão de Custos: uma abordagem prática. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)