

**UFSC - UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO-ECONÔMICO
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

JORGE FERNANDO DE SOUZA FILHO

**CÁLCULO DO *GOODWILL* E VALOR ECONÔMICO DE UMA EMPRESA
DE EQUIPAMENTOS ELETRÔNICOS: o caso da Empresa Alfa**

FLORIANÓPOLIS

2011

JORGE FERNANDO DE SOUZA FILHO

**CÁLCULO DO *GOODWILL* E VALOR ECONÔMICO DE UMA
EMPRESA DE EQUIPAMENTOS ELETRÔNICOS: o caso da Empresa
Alfa**

Monografia apresentada ao curso de Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina, como pré-requisito para obtenção do Título de Bacharel em Ciências Contábeis.
Orientador: Prof. Nivaldo João dos Santos

**FLORIANÓPOLIS
2011**

JORGE FERNANDO DE SOUZA FILHO

CÁLCULO DO *GOODWILL* E VALOR ECONÔMICO DE UMA EMPRESA DE
EQUIPAMENTOS ELETRÔNICOS: o caso da Empresa Alfa

Esta monografia foi apresentada como TCC, no curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina, à banca examinadora constituída pelo(a) professor(a) orientador(a) e membros abaixo mencionados.

Florianópolis, SC, 12 de dezembro de 2011.

Professora Valdirene Gasparetto, Dra.
Coordenadora de TCC do Departamento de Ciências Contábeis

Professores que compuseram a banca examinadora:

Nivaldo João dos Santos, Msc.
Orientador

Pedro José Von Mecheln, Dr.
Membro

Eleonora Milano Falcão Vieira, Dra.
Membro

AGRADECIMENTOS

Meus sinceros agradecimentos...

... a Deus, pois sem Ele nada é possível;

... aos meus pais e irmão pela paciência e compreensão;

... a minha futura esposa pelo carinho e respeito;

... aos nossos familiares pela motivação;

... aos amigos pelos momentos de descontração.

... aos colegas de trabalho pelo suporte;

... aos colegas de faculdade pelas experiências;

... aos servidores, professores, enfim, todos os que fazem a “coisa toda” acontecer.

Muito obrigado!

*“A primeira condição para ser alguma coisa é
não querer ser tudo ao mesmo tempo.”*

Tristão de Ataíde

RESUMO

SOUZA FILHO, J. F. de. **CÁLCULO DO *GOODWILL* E VALOR ECONÔMICO DE UMA EMPRESA DE EQUIPAMENTOS ELETRÔNICOS: o caso da Empresa Alfa.** 2011. Florianópolis. Curso de Graduação em Ciências Contábeis – UFSC.

Este trabalho é um estudo de caso sobre o valor econômico de uma empresa de equipamentos eletrônicos. O acirramento da competição entre empresas faz crescer o número de gestores interessados em conhecer o valor econômico dos seus negócios. É necessário medir o potencial de geração de riqueza dos negócios para que sejam tomadas decisões. Em média, o valor das entidades cotadas na maioria das bolsas de valores representa o dobro do valor contábil. Isto porque, os demonstrativos contábeis deixam de registrar o valor dos ativos intangíveis, haja vista a dificuldade que reside no processo de identificação e mensuração, deixando, desta forma, de satisfazer às necessidades dos gestores. Nesse sentido, o objetivo geral desse trabalho foi determinar o valor do *goodwill*, apontado como o ativo mais intangível dos intangíveis, de uma sociedade. Para tanto, foram utilizadas técnicas de avaliação baseadas na abordagem da renda e dos ativos, com foco na metodologia do fluxo de caixa descontado, para determinação do seu valor econômico, a partir das análises das demonstrações contábeis e projeções da Empresa Alfa. Os objetivos propostos foram alcançados e o valor do *goodwill* apresentado reforça a importância, em termos de relevância, do registro dos ativos intangíveis.

Palavras-chave: Ativos intangíveis. *Goodwill*. Avaliação de empresas.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Partes constituintes do patrimônio da entidade.....	20
Figura 2 – Potencial identificação dos ativos intangíveis	22

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Modelo de avaliação patrimonial contábil	33
Quadro 2 – Critérios de avaliação patrimonial	34
Quadro 3 – Modelo de avaliação patrimonial pelo mercado	34
Quadro 4 – Elementos do fluxo de caixa livre	39
Quadro 5 – Endividamento da Empresa Alfa	45

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Elementos do cálculo do <i>goodwill</i>	26
Tabela 2 – Bens e direitos da Empresa Alfa	44
Tabela 3 – Passivos exigíveis da Empresa Alfa	45
Tabela 4 – Projeção de resultado – Empresa Alfa	46
Tabela 5 – Necessidade de capital de giro – Empresa Alfa	47
Tabela 6 – Evolução patrimonial	47
Tabela 7 – Projeção dos encargos de financiamentos	49
Tabela 8 – Cálculo do CMPC – Custo médio ponderado de capital	49
Tabela 9 – Cálculo do fluxo de caixa livre – Empresa Alfa	50
Tabela 10 – Cálculo do fluxo de caixa descontado	50
Tabela 11 – Cálculo do valor econômico da Empresa Alfa	51
Tabela 12 – Cálculo do <i>goodwill</i> da Empresa Alfa	52

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	10
1.1	Tema e problema	11
1.2	Objetivos.....	12
1.3	Justificativa	12
1.4	Procedimentos metodológicos.....	13
1.5	Limitação da Pesquisa.....	14
1.6	Organização do Trabalho	15
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	16
2.1	Ativo.....	16
2.1.1	<i>Ativos intangíveis</i>	<i>18</i>
2.1.2	<i>Goodwill</i>	<i>23</i>
2.2	Avaliação de empresas	28
2.2.1	<i>Métodos de avaliação de empresas.....</i>	<i>30</i>
2.2.1.1	<i>Modelo de avaliação patrimonial contábil</i>	<i>32</i>
2.2.1.2	<i>Modelo de avaliação patrimonial pelo mercado.....</i>	<i>33</i>
2.2.1.3	<i>Modelo de avaliação pelo valor de liquidação.....</i>	<i>34</i>
2.2.1.4	<i>Modelo de avaliação pelo valor de reposição</i>	<i>35</i>
2.2.1.5	<i>Modelo de avaliação pelos dividendos</i>	<i>35</i>
2.2.1.6	<i>Modelo de avaliação relativa.....</i>	<i>36</i>
2.2.2	<i>Fluxo de caixa descontado</i>	<i>37</i>
3	O CASO DA EMPRESA ALFA.....	43
3.1	Apresentação da empresa	43
3.2	Avaliação econômica da empresa.....	43
3.2.1	<i>Posição patrimonial da empresa</i>	<i>44</i>
3.2.2	<i>Projeção de resultado</i>	<i>46</i>
3.2.3	<i>Custo médio ponderado do capital.....</i>	<i>48</i>
3.2.4	<i>Fluxo de caixa descontado</i>	<i>50</i>
3.2.5	<i>Valor econômico da empresa</i>	<i>51</i>
3.2.6	<i>Valor do goodwill.....</i>	<i>52</i>
4	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	53
	REFERÊNCIAS	54

1 INTRODUÇÃO

O acirramento da competição entre empresas fomenta a necessidade de aumento da qualidade operacional, conhecimento de custos e redução de preços, a fim de estabelecer uma vantagem competitiva.

A continuidade de qualquer negócio depende da qualidade das decisões tomadas por seus administradores. Essas decisões, por sua vez, são tomadas com base em dados e informações viabilizados pela contabilidade (ASSAF NETO 2009, p.3).

Nesse ambiente, a mensuração do valor de uma empresa ganha novo impulso, principalmente, em virtude do processo crescente de privatização e de reorganização societária. “Discutir e mensurar o valor de uma empresa passou a ser variável fundamental no comportamento estratégico das organizações” (MONTE; ARAUJO NETO; REGO 2009, p.38).

É cada vez maior a demanda dos gestores por informações sobre o valor de suas empresas, uma vez que a gestão baseada em valor prioriza o longo prazo, a continuidade da empresa, sua capacidade de competir, adaptar-se aos mercados em transformação e adicionar riqueza aos proprietários (ASSAF NETO 2009, p.147). Hoss, Rojo e Grapeggia (2010, p.4) afirmam que, “é necessário medir a criação de riqueza e assim avaliar as empresas para subsidiar a tomada de decisões”.

Schmidt e Santos (2009, p.1) destacam que, “de acordo com o índice mundial de avaliações emitido pela Morgan Stanley, o valor das entidades cotadas na maioria das bolsas de valores do mundo é, em média, o dobro do seu valor contábil”. Os autores acrescentam ainda que, “nos Estados Unidos, o valor de mercado de uma entidade varia, normalmente, entre duas e nove vezes seu valor contábil”.

Isto, porque o valor de uma empresa não está pautado, exclusivamente, nos bens corpóreos. O processo de avaliação das empresas passou a reconhecer a importância dos ativos intangíveis (bens incorpóreos), cuja preocupação reside no processo de identificação e mensuração desses itens não físicos (MONTE; ARAUJO NETO; REGO 2009, p.38).

A valorização dos ativos intangíveis apresenta-se, desta forma, como indispensável para o processo de avaliação econômica do negócio, embora sua identificação e mensuração represente uma dificuldade para o analista.

1.1 Tema e problema

A quantificação dos benefícios futuros prováveis, atribuídos aos ativos intangíveis, é considerada a grande indecisão teórica e prática do contexto de avaliação de empresas.

O *goodwill* é classificado por Schmidt e Santos (2009, p.2) como “o mais intangível dos [ativos] intangíveis”. Considerado por Iudícibus (2009, p.205) como “um assunto dos mais complexos em contabilidade”, em virtude do grau de subjetividade que envolve a sua mensuração.

A mensuração dos ativos intangíveis faz-se relevante no processo de avaliação econômico-financeira de uma sociedade mercantil. No entanto, esta não se apresenta uma tarefa fácil. Hoss, Rojo e Grapeggia (2010, p.3), afirmam que “os ativos intangíveis [...] representam, em muitas situações, o maior valor das empresas, mas geralmente não são evidenciados nas demonstrações contábeis das empresas por restrições legais e contábeis”.

A problemática deste estudo consiste em determinar o valor do *goodwill* de uma empresa de equipamentos eletrônicos, doravante denominada Empresa Alfa, a partir da aplicação do método do fluxo de caixa descontado para avaliação do seu valor econômico. Assim, esta pesquisa procura responder a seguinte questão:

Qual o valor do *goodwill* da Empresa Alfa?

1.2 Objetivos

Com o intuito de responder a questão que norteia esta pesquisa, foram desenvolvidos o objetivo geral e os objetivos específicos.

O objetivo geral deste estudo é determinar o valor do *goodwill* da Empresa Alfa, a partir do seu valor econômico, utilizando o fluxo de caixa descontado como método de avaliação.

Com base no objetivo geral definiram-se os seguintes objetivos específicos:

- Revisar a literatura acerca do tema;
- Analisar as demonstrações contábeis e as projeções da Empresa Alfa;
- Calcular o valor econômico da empresa;
- Calcular o valor do *goodwill*;
- Apresentar os resultados obtidos.

1.3 Justificativa

O tema abordado foi escolhido pelo interesse pessoal do pesquisador em demonstrar a mensuração do *goodwill* de uma empresa, com o intuito de prover a administração da companhia com informações relevantes para o processo decisório.

A escolha do método do fluxo de caixa descontado justifica-se pelo fato de que esse método “é tido como aquele que revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de determinado empreendimento” (MARTINS 2009, p.275).

Outra justificativa para o uso desta metodologia está na afirmação de Assaf Neto (2009, p.633) que atribui ao fluxo de caixa descontado “o maior rigor conceitual e coerência com a moderna teoria de finanças”.

Esse estudo não tem a pretensão de esgotar todas as abordagens teóricas e práticas atinentes à mensuração dos ativos intangíveis e do valor econômico das sociedades, mas de contribuir para o entendimento dessa problemática, apresentando um método de avaliação de empresas, que poderá ser empregado em novos estudos.

1.4 Procedimentos metodológicos

Com relação à abordagem do problema, a pesquisa se caracteriza como qualitativa e quantitativa. Segundo Beuren (2009, p.92), na pesquisa qualitativa ocorrem análises mais profundas em relação ao fenômeno analisado. “A abordagem qualitativa visa destacar características observadas por meio de um estudo quantitativo”.

Beuren (2009, p.93) afirma que a abordagem quantitativa, em contrapartida, no tratamento de problemas de pesquisa em contabilidade, é relativamente recente no Brasil, mas se torna relevante à medida que utiliza instrumentos estatísticos desde a coleta até a análise dos dados.

Com relação aos objetivos, a pesquisa caracteriza-se como exploratória. As pesquisas exploratórias “têm como objetivo proporcionar maior familiaridade com o problema, com vistas a torná-lo mais explícito ou constituir hipóteses. [...] têm como objetivo principal o aprimoramento de ideias ou a descoberta de intuições” (GIL 2002, p.41).

Com relação aos procedimentos, o estudo caracteriza-se como pesquisa bibliográfica e estudo de caso. A pesquisa bibliográfica, de acordo com Silva (2003, p.60), “explica e discute um tema ou problema com base em referências teóricas já publicadas em livros, revistas,

periódicos, artigos científicos”. A principal vantagem da pesquisa bibliográfica está, para Gil (2002, p.65), “no fato de permitir ao investigador a cobertura de uma gama de fenômenos muito mais ampla do que aquela que poderia pesquisar diretamente”.

O estudo de caso baseia-se numa metodologia de pesquisa legitimamente qualitativa que “é caracterizado pelo estudo profundo e exaustivo de um ou de poucos objetos, de maneira a permitir conhecimentos amplos e detalhados do mesmo, tarefa praticamente impossível mediante os outros tipos de delineamentos considerados” (GIL 2002, p.73).

Compete destacar que, após a escolha do tema, definidos os objetivos e o plano de trabalho, procedeu-se uma pesquisa científica por meio de bibliografias nacionais, a fim de construir a fundamentação teórica necessária para o desenvolvimento do estudo de caso.

Quanto ao estudo de caso, a primeira etapa consistiu na análise dos bens e obrigações registrados pela Empresa Alfa, bem como a projeção de resultados, variação do capital de giro e aquisição de imobilizado. Os valores apresentados nessa pesquisa foram alterados, com o intuito de manter a identidade da Empresa Alfa em sigilo.

O valor econômico da Empresa Alfa foi calculado a partir do desconto dos fluxos de caixa futuros - abordagem da renda - e da abordagem dos ativos, empregada na mensuração dos bens e direitos. Desta forma, o *goodwill* representa a diferença entre o resultado da avaliação econômica da empresa e seus ativos ajustados.

1.5 Limitação da Pesquisa

O estudo é limitado pelas informações fornecidas pela Empresa Alfa, acerca dos seus demonstrativos contábeis, planejamento estratégico e projeções de resultado. Estas apresentam dados de 2011 e 2012, em virtude do alto grau de subjetividade atribuído às perspectivas de crescimento do mercado. Por esse motivo não foi estimada uma taxa de

crescimento para cálculo da perpetuidade do fluxo de caixa. O presente trabalho, por se tratar de um estudo de caso, aplica-se única e exclusivamente à Empresa Alfa.

Como recurso prático do estudo, o prêmio pelo risco do negócio foi estimado em 80%, a fim de que fosse calculado o custo do capital próprio, uma vez que a Empresa Alfa é uma sociedade anônima de capital fechado.

1.6 Organização do Trabalho

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

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

O terceiro capítulo aborda, inicialmente, uma visão geral sobre a Empresa Alfa, objeto da avaliação e, após, uma descrição e aplicação do método de avaliação para a determinação de seu valor econômico, bem como o valor do *goodwill*, objetivo principal do estudo. Apresenta-se, por fim, as considerações finais do pesquisador.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Neste capítulo é apresentada a revisão da literatura, que constitui o arcabouço teórico da presente pesquisa. Sendo assim, são fundamentados os objetivos específicos que orientam o estudo.

2.1 Ativo

Avaliar uma empresa significa determinar o seu valor com base no levantamento de todos os bens e direitos pertencentes à sociedade, assim como, na apuração de todo o seu potencial de geração de riqueza. Desse modo, a definição de ativo, elemento do patrimônio de uma entidade, é essencial para o entendimento do processo de avaliação de empresas.

Ativos caracterizam-se como recursos controlados por uma entidade capazes de gerar benefícios presentes ou futuros (SCHMIDT; SANTOS 2009, p.2). Para Sprouse e Moonitz (1962, apud IUDÍCIBUS 2009, p.124), “[...] ativos representam benefícios futuros esperados, direitos que foram adquiridos pela entidade como resultado de alguma transação corrente ou passada”.

A fim de que sejam considerados ativos, os bens e direitos devem ser de propriedade da empresa; ser mensurável monetariamente; e representar benefícios presentes ou futuros (MARION 1995, p.65).

A capacidade de gerar benefícios é destacada por Iudícibus (2000, p.106)

A característica fundamental de um ativo é a sua capacidade de prestar serviços futuros à entidade que os têm, individual ou conjuntamente com outros ativos e fatores de produção, capazes de se transformar, direta ou indiretamente, em fluxos líquidos de entradas de caixa.

De acordo com o pronunciamento conceitual básico do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), “ativo é um recurso controlado por uma entidade como resultado de eventos passados e do qual se espera que resultem benefícios presentes ou futuros”.

Em sua definição de ativo, o CPC destaca o controle do bem, e não a propriedade. Sendo assim, o fato do recurso estar à disposição do administrador, satisfaz a condição para que seja considerado um ativo da entidade.

Hendriksen e Breda (1999, p.285) enumeram as características essenciais de um ativo, segundo o FASB (*Financial Accounting Standards Board*)

1. Incorpora um benefício futuro provável que envolve a capacidade, isoladamente ou em combinação com outros ativos, de contribuir direta ou indiretamente à geração de entradas líquidas de caixa futuras.
2. Uma dada entidade pode conseguir o benefício e controlar o acesso de outras entidades a esse benefício.
3. A transação ou eventos originando o direito da entidade ao benefício, ou seu controle sobre o mesmo, já terá ocorrido.

Para os autores, basta que apenas uma dessas características esteja ausente para que não se possa reconhecer a existência contábil de um ativo.

De acordo com Paton (1952, apud ANTUNES, 2000, p.75) “os ativos não são inerentemente tangíveis ou físicos. Um ativo representa uma quantia econômica. Pode, ou não, estar relacionado ou ser representado por um objeto físico”.

Constata-se, portanto, uma tendência dos autores no sentido de considerarem a expectativa de benefícios futuros e posse como itens essenciais para a classificação de um elemento como ativo.

De acordo com a Lei nº 11.941/09 que alterou o art. 178 da Lei nº 6.404/76, as contas do ativo serão dispostas em ordem decrescente de liquidez, nos seguintes grupos: ativo circulante e ativo não circulante.

No ativo circulante serão classificadas as disponibilidades, os direitos realizáveis no curso do exercício social subsequente e as aplicações de recursos em despesas do exercício

seguinte. O ativo não circulante será composto por ativo realizável em longo prazo, investimentos, imobilizado e intangível.

Os ativos realizáveis em longo prazo compreendem os direitos realizáveis após o término do exercício seguinte, assim como os derivados de vendas, adiantamentos ou empréstimos a sociedades coligadas ou controladas, diretores, acionistas ou participantes no lucro da companhia, que não constituírem negócios usuais na exploração do objeto da companhia. As participações permanentes em outras sociedades e os direitos de qualquer natureza, não classificáveis no ativo circulante, e que não se destinem à manutenção da atividade da companhia ou da empresa, são classificadas no grupo dos investimentos.

A Lei nº 11.638/07 alude que o ativo imobilizado é composto pelos direitos que tenham por objeto bens corpóreos destinados à manutenção das atividades da companhia ou da empresa ou exercidos com essa finalidade, inclusive os decorrentes de operações que transfiram à companhia os benefícios, riscos e controle desses bens.

A referida lei inclui a classificação dos ativos intangíveis, onde devem ser registrados os direitos que tenham por objeto bens incorpóreos destinados à manutenção da companhia ou exercidos com essa finalidade, inclusive o *goodwill*.

2.1.1 Ativos intangíveis

Os ativos intangíveis surgiram em resposta a um crescente reconhecimento de que fatores extra contábeis podem ter uma importante participação no valor real de uma empresa (EDVINSSON; MALONE 1998, p.22).

O ativo intangível, ou seja, o que não é perceptível ao toque, que não é corpóreo, é definido por Kohler (apud IUDÍCIBUS 2009, p.203) como um “[...] ativo de capital que não

têm existência física, cujo valor é limitado pelos direitos e benefícios que, antecipadamente, sua posse confere ao proprietário”.

De acordo com Marion (2003, p.1), ativos intangíveis “[...] são bens que não se pode tocar, pegar, que passaram a ter grande relevância a partir das ondas de fusões e incorporações na Europa e Estados Unidos.”

Segundo Sá (1998, p.04)

Existem empresas que valem mais pela força de seus intangíveis que mesmo pela dos elementos corpóreos, como são muitos do ramo da informática e outras de altas especializações científicas e de prestação de serviços, onde não se pode desprezar na avaliação, como riqueza efetiva, o que possui de imaterial.

No entanto, a tentativa de relacionar a etimologia da palavra intangível à definição contábil dessa categoria não será exitosa, pelo fato de que outros ativos não possuem tangibilidade e são classificados como tangíveis. Os exemplos mais comuns são despesas antecipadas, duplicatas a receber e aplicações financeiras. “Isto porque os contadores têm procurado limitar a definição de intangíveis restringindo-a a ativos não circulantes” (HENDRIKSEN; BREDÁ 1999, p.388).

A existência de natureza física não é requisito necessário para que um elemento seja considerado um ativo. Conforme suas definições e conceitos, a presença corpórea é indiferente ao ativo. Quando se discutiu a definição de ativo como potencial de prováveis fluxos de benefícios futuros, abstraiu-se de um objeto real, palpável, para imaginar-se o ativo como um agente que proporciona a obtenção de prováveis benefícios futuros, sendo o valor econômico desse ativo representado pela capitalização desses fluxos futuros, ou o valor de custo representado por capitalizações de gastos incorridos, cujos benefícios ainda não foram obtidos. Portanto, nada impede que um ativo não tenha forma física (MARTINS 2002, p.82).

Classificam-se no grupo dos intangíveis, marcas e patentes, direitos autorais, *goodwill*, entre outros. Iudícibus (apud MARTINS 2002, p.105), comenta as características principais dos ativos intangíveis

De forma geral, o intangível refere-se aos direitos de longo prazo, desenvolvimento de vantagens competitivas ou aquisição de negócios entre empresas. Os ativos intangíveis diferem consideravelmente entre si, em suas características, na vida útil e no relacionamento com as operações da empresa.

“Diferentemente de ativos financeiros e físicos, os ativos intangíveis são difíceis de imitar para a concorrência, o que os torna uma poderosa fonte de vantagem competitiva sustentável” (KAPLAN; NORTON 2004, p.38).

A Figura 1, apresentada a seguir, evidencia a importância dos intangíveis para a entidade. Em analogia a uma empresa, Edvinsson e Malone (1998, p. 28) descrevem as partes constituintes de uma árvore: a parte visível, ou seja, os troncos, os galhos e as folhas, e a parte invisível, as raízes.

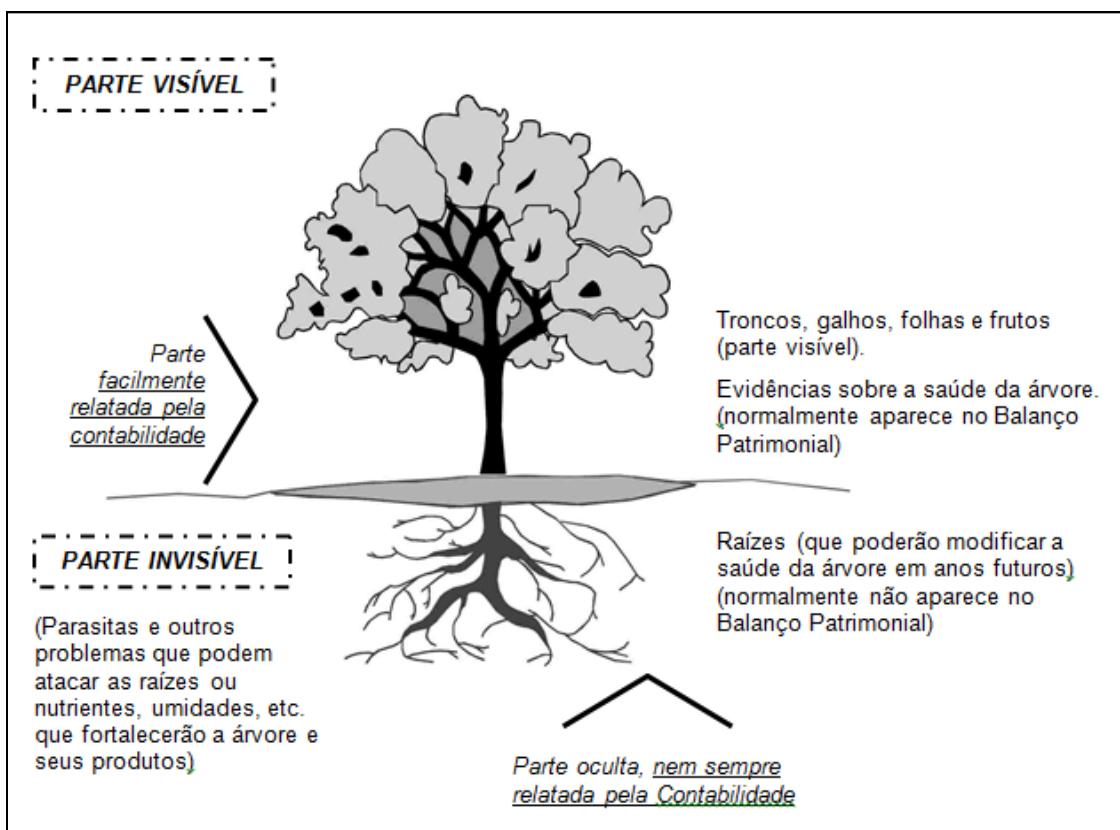


Figura 1: Partes constituintes do patrimônio da entidade.

Fonte: Marion (2003, p.4)

A parte visível se refere ao patrimônio tangível da empresa, aquele que pode ser tocado, medido. A parte invisível se reporta aos intangíveis da entidade, ou seja, o patrimônio do conhecimento, por exemplo, que não pode ser visto e não possui requisitos objetivos de mensuração.

Para Hendriksen e Breda (1999, p. 388) “os ativos intangíveis formam uma das áreas mais complexas da teoria da contabilidade, em parte nas dificuldades de definição, mas principalmente por causas das incertezas a respeito da mensuração de seus valores e da estimação de suas vidas úteis”.

Para Martins (apud BASSAN 2004, p.29) é provável que a característica mais comum dos ativos intangíveis seja o elevado grau de incerteza existente na avaliação dos resultados que serão proporcionados. A dificuldade de mensuração, não é, entretanto, característica suficiente para uma definição.

Os ativos intangíveis são classificados em identificáveis ou não identificáveis. Tal classificação é feita tomando-se por base aspectos de descrição objetiva. O fato de que pode ser dado um nome a um ativo intangível, geralmente, indica que se trata de um ativo identificável (HENDRIKSEN; BREDA 1999, p. 388).

De acordo com o FASB (apud Schmidt e Santos 2009, p.45), os ativos intangíveis [identificáveis] podem ser classificados em cinco grupos principais

- Ativos intangíveis relacionados ao marketing;
- Ativos intangíveis relacionados aos clientes;
- Ativos intangíveis relacionados às artes;
- Ativos intangíveis baseados em contratos;
- Ativos intangíveis baseados em tecnologia.

Já os ativos intangíveis não identificáveis, de acordo com Monteiro e Coelho (2001, p. 6), são aqueles os quais “[...] não é possível definir com clareza sua origem, descrição e controle”. O mais importante representante deste grupo é o *goodwill* que será explorado mais adiante.

Quanto ao reconhecimento, os ativos intangíveis podem ser gerados internamente ou adquiridos de terceiros. De acordo com Martins (2002, p.102), os intangíveis gerados internamente são difíceis de serem reconhecidos, devido à dificuldade de determinar seus

benefícios. As situações mais comuns, em que são internamente constituídos, identificados, mensurados e reconhecidos contabilmente, são pertinentes à pesquisa e desenvolvimento.

Martins (2002, p.107) acrescenta

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

No caso em que um ativo intangível for adquirido de forma individualizada, ele deverá ser registrado por seu custo de aquisição e classificado no balanço patrimonial de acordo com a sua natureza no grupo intangível, quando se referir aos direitos da propriedade comercial ou industrial, softwares, banco de dados e *goodwill* adquirido, ou no diferido, quando se relacionar aos gastos pré-operacionais (SCHMIDT; SANTOS 2009, p.6).

Hoss, Rojo e Grapeggia (2010, p.40) apresentam um modelo que pode ser utilizado para identificação dos ativos intangíveis:

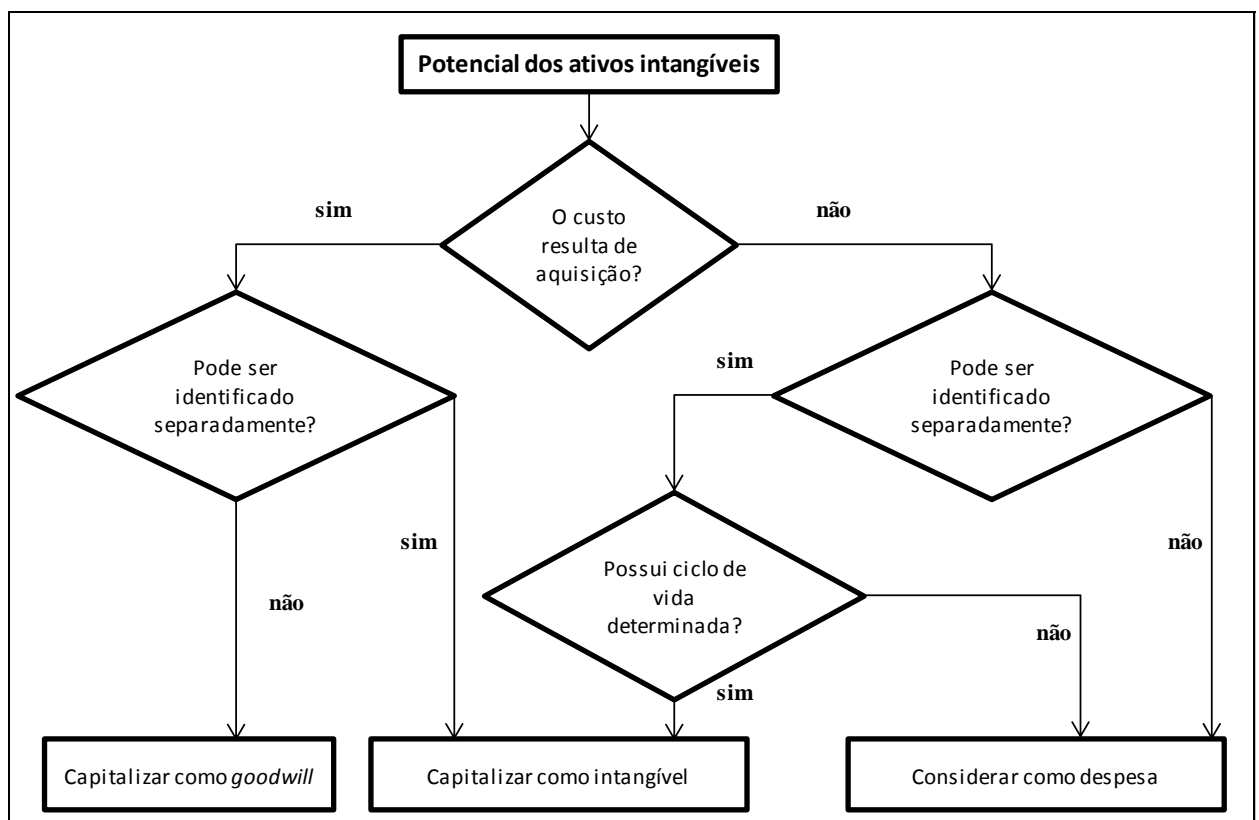


Figura 2 - Potencial identificação dos ativos intangíveis

Fonte: Adaptado de Williams; Stanga; Holder (1989, p.624 apud HOSS; ROJO; GRAPEGGIA. 2010, P.40)

O reconhecimento de um ativo intangível, conforme o IAS 38 (*International Accounting Standards 38*) (apud SCHMIDT; SANTOS 2009, p.9) ocorre quando são prováveis os benefícios econômicos futuros do ativo para a entidade e, o valor do ativo pode ser mensurado confiavelmente.

Segundo o pronunciamento técnico 04 do CPC, o preço pago pela entidade na aquisição separadamente de um ativo intangível reflete as expectativas da entidade sobre a probabilidade de que os benefícios econômicos futuros por ele proporcionados sejam gerados em seu favor. O ativo intangível adquirido separadamente pode ser mensurado com segurança, sobretudo quando a compra é efetuada em dinheiro ou outros ativos monetários.

Ainda segundo o pronunciamento, quando um ativo intangível é adquirido em uma combinação de negócios, seu custo corresponde ao seu valor justo. Os preços de mercado cotados em um mercado ativo fornecem uma estimativa confiável de mensuração do valor justo, sendo que o preço de mercado mais apropriado é frequentemente o preço corrente de oferta de compra. Se o preço corrente de oferta de compra não está disponível, o preço de transação similar mais recente pode fornecer uma base de estimativa do valor justo, desde que não tenha ocorrido nenhuma mudança econômica significativa entre a data de transação e a data na qual se está estimando o valor justo.

Caso não exista um mercado ativo para um ativo intangível, seu valor justo será o valor que a entidade teria pagado por ele, na data da aquisição, numa operação sem favorecimento, entre partes conhecedoras do assunto e dispostas a negociar baseadas na melhor informação disponível.

2.1.2 Goodwill

Iudícibus (2009, p.205) observa que o *goodwill* é um dos assuntos mais complexos em contabilidade e corresponde ao [...] valor atual dos lucros futuros esperados, descontados por

seus custos de oportunidade [originando-se] [...] de expectativas subjetivas sobre a rentabilidade futura do empreendimento acima de seu custo de oportunidade.

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

Martins (2002, p.117) acrescenta

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

Alguns intangíveis dizem respeito ao desenvolvimento e à fabricação de um produto, e outros se relacionam à criação e manutenção da demanda pelo produto. Patentes e direitos de autoria estão relacionados principalmente aos primeiros; marcas refletem principalmente os últimos. O *goodwill* pode representar qualquer um deles ou ambos. Todos, porém, representam benefícios muito incertos e de difícil associação com receitas ou períodos específicos (HENDRIKSEN; BREDÁ 1998, p. 390).

Segundo Neiva (1999, p.18), o *goodwill* está relacionado com a capacidade de ganho da empresa. Representa a antecipação dos lucros em excesso gerados por um grupo de ativos. Desta forma, o pagamento por um fluxo esperado de rendimento em excesso, com relação a um retorno normal, é um pagamento pelo *goodwill*.

Entretanto, para Iudícibus (2009, p. 205) a discussão do *goodwill* é complexa, abrangendo três perspectivas de definição

1. Como o excesso de preço pago pela compra de um empreendimento ou patrimônio sobre o valor de mercado de seus ativos líquidos;
2. Nas consolidações, como o excesso de valor pago pela companhia- mãe por sua participação sobre os ativos líquidos da subsidiária; e
3. Como o valor atual dos lucros futuros esperados, descontados por seus custos de oportunidade.

O excesso é consequência da falta de registro dos ativos intangíveis nas demonstrações contábeis. Intangíveis, como localização estratégica, treinamento e aperfeiçoamento de empregados, eficiência administrativa e fidelidade dos clientes, representam fatores que agregam valor à empresa.

O *goodwill*, então, representa esse valor adicional em função de uma expectativa e, em essência, representa aspectos intangíveis.

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

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

Em suas considerações a respeito do *goodwill*, Martins (2009, p.124) afirma que "o *goodwill* pode ser considerado como o resíduo existente entre a soma dos itens patrimoniais mensurados individualmente e o valor global da empresa".

Um dos grandes inconvenientes da mensuração do *goodwill* reside exatamente na dificuldade de estabelecimento de seu valor, pois não há consenso entre os analistas na adoção de determinada metodologia para sua precisão.

Segundo Canning (apud SCHMIDT; SANTOS 2009, p.55)

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

O *goodwill* gerado da perspectiva do valor atual dos lucros esperados "se origina de expectativas subjetivas sobre a rentabilidade futura do empreendimento acima de seu custo de oportunidade" (IUDÍCIBUS 2009, p.205).

De acordo com Dunse e Hutchison (2004, apud SANTOS 2010, p.8) o *goodwill* pode ser representado pela diferença entre o valor econômico da empresa e o valor dos ativos ajustados na data-base. O valor encontrado "representa as vantagens e sinergias criadas pelo

negócio em marcha, tais como: boa reputação do estabelecimento, localização privilegiada e bom atendimento”.

Tabela 1 - Elementos do cálculo do *goodwill*

Elementos
Valor econômico da empresa
(-) Total do ativo ajustado
(=) <i>Goodwill</i>

Fonte: Adaptado de Santos e Bormia (2010, p.8)

Percebe-se, desse modo, que a natureza do *goodwill* está intimamente ligada a rentabilidade das empresas, por representar uma diferença entre a capacidade de geração de caixa e o somatório dos ativos da entidade.

Edwards e Bell (apud BASSAN 2004 p.39) sustentam que o *goodwill* pode ser classificado em objetivo e subjetivo. O *goodwill* objetivo é a diferença entre o valor de mercado da empresa em seu todo e a soma dos valores de mercado de seus ativos considerados individualmente. O *goodwill* subjetivo é a diferença entre os benefícios futuros que a empresa pretende obter de seus ativos e a soma dos valores de mercado de seus ativos considerados individualmente.

O *goodwill* objetivo é decorrente de uma transação comercial, onde o *goodwill* gerado internamente (*goodwill* subjetivo) é finalmente reconhecido pela contabilidade, e a quantificação de seu valor corresponde ao “[...] excesso de preço pago pela compra de um empreendimento ou patrimônio sobre o valor de mercado de seus ativos líquidos” (IUDÍCIBUS 2009, p.206).

O *goodwill* resultante de transações comerciais corresponde, segundo Vieira (apud SILVA, 2001, p. 24), “[...] ao saldo devedor ou credor que aparece no balanço quando de

fusões, incorporações ou cisões de empresas diferentes, e que a contabilidade registra como ágio ou deságio de investimentos”.

Em uma operação de compra de empresa, “[...] o preço pago pode ser alocado às contas da empresa compradora. A prática americana consiste em alocar o máximo possível do preço de compra a ativos específicos. O resíduo é considerado *goodwill* comprado ou adquirido” (MONTEIRO; COELHO 2001, p. 7).

Segundo Schmidt e Santos (2009, p.70), as principais dificuldades na avaliação do *goodwill* subjetivo estão na projeção do lucro ou do fluxo de caixa futuro, nas dificuldades encontradas na definição da taxa a ser utilizada e nos problemas relacionados à definição do horizonte.

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

Cabe relatar a existência do *goodwill* negativo ou *badwill*. Segundo Monobe (1986, p. 60), em situações em que ocorresse o *badwill*, “[...] a empresa valeria mais pelos ativos que pelas perspectivas de lucros futuros.” De acordo com o autor, nessas situações seria mais vantajosa, do ponto de vista do proprietário, a liquidação dos ativos da empresa do que a venda da mesma.

Observa-se, entretanto, que o *goodwill* adquirido tem um conceito similar ao ágio na aquisição de investimentos, enquanto o *goodwill* subjetivo, dada a sua dificuldade de mensuração, normalmente, não é registrado nas demonstrações contábeis, embora represente uma expectativa de lucros futuros.

2.2 Avaliação de empresas

Schmidt e Santos (2009, p.1) afirmam que "existe, atualmente, uma preocupação cada vez maior por parte de estudiosos e investidores do mundo inteiro sobre a lacuna existente entre o valor econômico da entidade e seu valor contábil".

“Valor” pode ter inúmeros significados, dentre eles: o equivalente em dinheiro ou bens de alguma coisa; qualidade pela qual determinada pessoa ou coisa é estimável em maior ou menor grau, mérito ou merecimento intrínseco; e maior ou menor apreço que um indivíduo tenha por determinado bem ou serviço, podendo ser esse de uso ou de troca.

Uma empresa é geradora de valor quando remunera seus acionistas acima de suas expectativas, ou seja, quando o resultado do negócio supera a taxa de retorno exigida pelos donos do capital investido na empresa (ASSAF NETO 2009, p.143).

No contexto das finanças corporativas, o objetivo está na maximização do valor de mercado da empresa. A qualidade das decisões é determinante para a riqueza e essas decisões devem ser tomadas com base na relação de risco e retorno esperados. Portanto, o desempenho operacional da empresa deve ser avaliado pelo valor econômico criado, de maneira consistente com o objetivo da maximização da riqueza de seus acionistas (ASSAF NETO 2009, p. 365).

Conforme Martins (2009, p.263) ocorrem várias razões para implantar um processo de avaliação, as principais são

- a) Compra e venda de negócios;
- b) Fusão, cisão e incorporação de empresas;
- c) Dissolução de sociedades;
- d) Liquidação de empreendimentos; e
- e) Avaliação da habilidade dos gestores de gerar riquezas para os acionistas.

Avaliação da empresa é de transcendental importância pela sua ampla utilidade, pois a movimentação de recursos na compra e venda tem se intensificado e neste segmento de negócios quando ocorre uma transação, a forma de liquidação tem sido cada vez mais através

da entrega de ações, sendo o pagamento em dinheiro cada vez menos utilizado (GALLI 1998, p.46).

Assaf Neto (2009, p.633) afirma que

A definição do valor de uma empresa é uma tarefa complexa, exigindo uma coerência e rigor conceituais na formulação do modelo de cálculo. Existem diversos modelos de avaliação, embutindo todos eles certos pressupostos e níveis variados de subjetividade.

O autor complementa, confirmando que "não há como prescindir de certa dose de 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".

A respeito da subjetividade no processo de avaliação, Lemme (2001, p.118) adita

A dificuldade de trazer para a avaliação de empresas os modelos teóricos de avaliação de ativos abre espaço para procedimentos empíricos com elevado grau de subjetividade, dependentes do acesso a informações específicas e do talento do analista envolvida na avaliação.

O papel da avaliação de empresas depende do objeto que se tem em avaliar uma empresa. Os principais motivadores de sua utilização são a avaliação e gestão de carteiras de ações, análise para aquisições de empresas e avaliações nas finanças corporativas (DAMODARAN 2010, p.5).

Segundo Assaf Neto (2009, p.633), a avaliação de empresas não é fundamentada como uma ciência exata, por não possibilitar comprovação absoluta dos resultados. Os fatores utilizados na mensuração buscam retratar a realidade dentro de premissas e hipóteses comportamentais, ou seja, expectativas.

Segundo o Boletim IOB – Temática Contábil e Balanços (Bol. 18/92; p.145), “uma empresa vale pelo que se espera de seus lucros no futuro”. Nota-se que o balanço patrimonial não pode refletir o real valor da empresa, devido ao fato de seus ativos estarem avaliados, basicamente, pelo seu preço de custo. O valor da empresa depende dos lucros que se espera que esses ativos produzam no futuro.

A avaliação de empresas tem por objetivo identificar, classificar e mensurar as oportunidades de investimento em empresas. Entretanto, se faz necessário observar que o preço do negócio somente será definido a partir da interação dos desejos dos compradores e as expectativas do vendedor no processo de negociação (DAMODARAN 2010, p.6).

Saurin e Costa Jr. (2007, p.51) concluem que "a avaliação é um guia, ou uma antecipação do que poderia ser obtido na venda da empresa ou na sua liquidação", quando da decisão de venda ou encerramento de uma empresa. E complementam

Portanto, a decisão de se desfazer de uma empresa deve resultar de uma análise dos vários caminhos e mercados disponíveis e dos valores prováveis em cada caminho e mercado. Para cada um haverá uma metodologia que melhor antecipe os valores.

No capítulo seguinte serão apresentados os métodos de avaliação de empresas comumente apontados pelos autores referenciados. Pretende-se explorar, na sequência, o método de avaliação que utiliza o desconto dos fluxos de caixa projetados, a uma taxa que melhor represente o custo de oportunidade do capital investido.

2.2.1 Métodos de avaliação de empresas

Existem vários métodos de avaliação, devendo sua escolha considerar o objetivo da avaliação e as características do empreendimento (MARTINS 2009, p.268). Entre os métodos de avaliação de empresas, o autor destaca as abordagens que se baseiam no valor dos ativos, renda e comparabilidade.

As técnicas baseadas no valor dos ativos, segundo Martins (2009, p.268) estimam o valor do empreendimento a partir dos valores evidenciados nas demonstrações contábeis. Enquanto as abordagens que se baseiam no valor da renda partem da premissa de que o valor da entidade deve ser mensurado com base em sua potencialidade de geração de riqueza. Os métodos baseados nas técnicas comparativas de mercado procuram aferir o valor do empreendimento por meio da comparação com empresas similares.

Damodaran (2010, p.05) afirma que não existe um método considerado melhor. O método adequado para uso em um cenário específico dependerá de uma variedade de características da empresa que está sendo avaliada. É fundamental que antes de se determinar os métodos de avaliação que serão aplicados, seja elaborado preliminarmente um diagnóstico preciso da empresa avaliada. “O contexto macroeconômico no qual ela está inserida, seu setor de atuação, seu mercado consumidor, seu desempenho passado e atual, seus aspectos econômicos e financeiros, sociais, jurídicos, fiscais, comerciais, tecnológicos e técnicos precisam ser analisados”.

Para Martins (2009, p.268), a escolha do método para avaliar uma empresa deve considerar o propósito da avaliação e as características próprias do empreendimento. Estes modelos são normalmente classificados em técnicas comparativas de mercado, técnicas baseadas em ativos e passivos ajustados, e técnicas baseadas no desconto de fluxos futuros de benefícios.

Damodaran (2010, p.2) propõe que é um mito acreditar que apesar dos modelos de avaliação de empresas utilizarem de dados quantitativos, a avaliação será objetiva. A avaliação chega a valores obtidos através de modelos quantitativos sob o efeito de tendências inseridas no processo. Portanto, o ideal é que essas tendências sejam minimizadas ao máximo, sem que se tenha uma pré-concepção da empresa antes de avaliá-la.

Outro mito do processo de avaliação de empresas é considerar que uma avaliação bem pesquisada será eterna. Uma avaliação é feita com base em informações específicas da empresa e do mercado. Como consequência, ao surgirem novas informações relevantes, o valor da empresa se modificará (DAMODARAN 2010, p.3).

Os métodos de avaliação, em vez de concorrentes, talvez sejam complementares, cabendo ao analista ou pesquisador associar as diferentes abordagens de alguma forma razoável, de maneira a reunir o máximo possível de informação para a tomada de decisão.

Harris (2007, apud SANTOS 2010, p.2) destaca alguns métodos de avaliação de empresas, cada qual com metodologias próprias e aplicáveis a situações específicas, naturalmente com suas limitações, a saber

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

Apresenta-se, então, alguns dos principais métodos de avaliação de acordo com os autores referenciados, discorrendo de forma sucinta sobre as situações em que sua utilização seria mais apropriada.

2.2.1.1 Modelo de avaliação patrimonial contábil

O modelo de avaliação patrimonial contábil, segundo Martins (2009, p.16), baseado no custo histórico, tinha chances de atender uma pequena variedade de usuários das informações contábeis. “Contudo, no contexto atual, no qual as transformações estão ocorrendo numa velocidade estonteante (abertura de mercados, fusões, privatizações, criação de mercados comuns, *joint ventures* etc.), esse modelo parece não ser suficiente”.

Assaf Neto (2009, p.635) acrescenta

O custo histórico possui diversas limitações como conceito a ser aplicado na avaliação patrimonial e sua aceitação ampla ocorre de preferência no âmbito da contabilidade tradicional (princípio contábil aceito), dada sua relação bastante próxima com a receita realizada na operação do resultado contábil. Uma importante restrição ao método decorre de a avaliação ser baseada em valores passados (ocorridos), e não em expectativas futuras de resultados.

O modelo de avaliação patrimonial contábil pode ser utilizado por empresas cujos ativos mensurados pelos princípios contábeis são divergem muito de seus valores de mercado e que não possuem um *goodwill* significativo. O cálculo é representado pela soma algébrica dos ativos e passivos mensurados em conformidade com os princípios contábeis tradicionais (MARTINS 2009, p.269).

Valor da empresa	=	Ativos contábeis	-	Passivos exigíveis contábeis	=	Patrimônio líquido
---------------------	---	---------------------	---	------------------------------------	---	-----------------------

Quadro 1 - Modelo de avaliação patrimonial contábil

Fonte: Martins (2009, p.269).

Desta forma, apresenta-se o valor do patrimônio líquido (PL) como valor econômico da empresa. No entanto, a simplicidade associada ao modelo é fator restritivo para sua utilização.

2.2.1.2 Modelo de avaliação patrimonial pelo mercado

O modelo de avaliação patrimonial pelo mercado consiste em mensurar os elementos patrimoniais da empresa com base no valor de mercado de seus itens específicos. A adoção do modelo de avaliação patrimonial pelo mercado costuma desconsiderar a efetiva capacidade de geração de riqueza desses elementos (MARTINS 2009, p.270). Por esse motivo, Assaf Neto (2009, p.636) afirma que “o valor patrimonial pelo custo histórico, puro (sem correção) ou corrigido, não reflete o efetivo valor da empresa, podendo inclusive constituir-se em informação irrelevante ao longo do tempo”.

De acordo com Martins (2009, p.269), os bens, direitos e obrigações são ajustados conforme a natureza e a intenção de uso de cada item patrimonial. Alguns exemplos são apresentados a seguir:

Item patrimonial	Critério de avaliação proposto
Estoque de matérias-primas	Custo de reposição
Estoque de produtos acabados	Valor líquido de realização
Contas a receber	Valor presente do recebimento futuro
Passivo exigível	Ajustado a seu valor de mercado, de acordo com as condições de crédito e taxas de juros acordadas.

Quadro 2 - Critérios de avaliação patrimonial

Fonte: Martins (2009, p.269).

Em termos de equação, teríamos:

Valor da empresa	=	Ativos ajustados	-	Passivos exigíveis ajustados
---------------------	---	---------------------	---	------------------------------------

Quadro 3 - Modelo de avaliação patrimonial pelo mercado

Fonte: Martins (2009, p.269).

A correção ou ajuste do valor histórico pelo mercado torna o método de avaliação patrimonial pelo mercado mais refinado, quando comparado ao método de avaliação patrimonial contábil, uma vez que se preocupa em corrigir os efeitos do valor do dinheiro no tempo, embora desconsidere os benefícios futuros que o conjunto de ativos e passivos exigíveis seria capaz de gerar.

2.2.1.3 Modelo de avaliação pelo valor de liquidação

O modelo de avaliação pelo valor de liquidação representa o resultado que se obteria de um eventual encerramento das atividades da empresa. Hendriksen e Breda (1999, p.311) apontam que o valor de liquidação pode ser adotado quando mercadorias ou outros ativos tenham perdido sua utilidade, tornando-se obsoletos ou quando a empresa pretende suspender suas operações, tornando-se incapaz de vender no seu mercado normal.

Para Assaf Neto (2009, p.636), o método de avaliação pelo valor de liquidação tem o mesmo conceito do método de avaliação patrimonial de mercado. “A diferença básica [...] é que o uso do preço de realização de mercado prevê condições normais de realização em mercados organizados”. Sendo assim, o método de avaliação pelo valor de liquidação é estabelecido em condições desvantajosas, consequência de uma das condições sugeridas anteriormente.

2.2.1.4 Modelo de avaliação pelo valor de reposição

O modelo de avaliação pelo valor de reposição admite que o valor do empreendimento seja representado pelo preço de reposição dos ativos em uso pela empresa, admitindo-se que se encontram em estado de novo (ASSAF NETO 2009, p.636). Em essência, o modelo de avaliação pelo valor de reposição fundamenta-se na correção dos valores de entrada dos ativos operacionais.

2.2.1.5 Modelo de avaliação pelos dividendos

De acordo com Martins (2009, p.270), o valor de uma empresa pode ser calculado com base no desconto do fluxo futuro de dividendos (modelo de avaliação de dividendos). A dificuldade reside na definição de uma taxa de crescimento para os dividendos futuros. “A taxa utilizada para descontar os dividendos futuros seria a taxa de retorno exigida (custo do capital)”.

Damodaran (2010, p.337) indica que muitos analistas rejeitam o modelo de desconto de dividendos, vendo-o como obsoleto. Contudo, segundo o autor, “muito da intuição que guia a avaliação de um fluxo de caixa está embutido no modelo”.

Martins (2009, p.211) aponta que os dividendos crescem a uma taxa média constante por um tempo indefinido. Para determinar o preço de mercado, faz-se necessária a aplicação de uma taxa de rendimento requerida pelos acionistas, conforme a seguinte expressão:

$$P = \frac{D}{r - g} \Leftrightarrow r = \frac{D}{P} + g$$

Onde: P = preço de mercado
 D = dividendos
 r = taxa de rendimento
 g = taxa de crescimento

Para Damodaran (2010, p.338), o modelo de avaliação pelos dividendos, embora forneça abordagem simples de avaliação, é limitado às empresas em estado de equilíbrio, a fim de que o analista seja capaz de determinar uma taxa de crescimento estável.

2.2.1.6 Modelo de avaliação relativa

O modelo de avaliação relativa, segundo Damodaran (2010, p.483), tem como objetivo avaliar os ativos com base em como ativos semelhantes são correntemente cotados no mercado. O autor destaca que, embora os índices sejam fáceis de usar e intuitivos, também são fáceis de serem mal utilizados, além da dificuldade para encontrar empresas similares, pois mesmo em negócios iguais, estas podem diferir em risco, potencial de crescimento e fluxo de caixa.

O múltiplo é estimado a partir de precificações feitas em empresas comparáveis, destacando quanto o mercado estaria disposto a pagar pela empresa em avaliação (ASSAF NETO 2009, p.646).

O método de múltiplos de mercado consiste em determinar o valor de uma empresa comparando seu desempenho com o de outras empresas semelhantes cotadas em bolsas de valores.

2.2.2 Fluxo de caixa descontado

Para Assaf Neto (2009, p.633), existem diversos modelos de avaliação de empresas, que envolvem pressupostos e subjetividade, porém, “pelo maior rigor conceitual e coerência com a moderna teoria de finanças, é dado prioridade ao modelo de avaliação baseado no fluxo de caixa descontado”.

Copeland, Koller e Murrin (apud CERBASI, 2003, p.18) destacam que

[...] a avaliação de empresas pelo fluxo de caixa descontado é a melhor porque é a única forma de avaliação que exige informações completas. Para entender a criação de valor é preciso usar um ponto de vista de longo prazo, gerenciando todos os fluxos de caixa com base tanto na demonstração de resultados quanto no balanço patrimonial, e entender como comparar fluxos de caixa de diferentes períodos de tempo em uma base ajustada ao risco. É praticamente impossível tomar boas decisões sem informações completas, e nenhuma outra medida de desempenho usa informações completas.

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

O método do fluxo de caixa descontado consiste em calcular o fluxo de caixa, projetando-se os resultados a uma determinada taxa de crescimento. Logo após, aplica-se uma taxa de desconto, trazendo a valor presente os resultados dessa projeção, obtendo-se, assim, o valor da empresa (GOMES 1996, p.53).

Ao projetar-se o valor de lucros futuros, estaria se levando em consideração todo o esforço de vendas e redução de custos, a política de negócios, de marketing, a eficiência do pessoal de vendas, ou do gerente financeiro para aplicar os recursos disponíveis, ou do engenheiro de produção. Todo esse esforço estaria, então, sendo considerado como parte dos lucros futuros. Portanto, o valor do *goodwill* já estaria sendo considerado como parte do lucro futuro.

Damodaran (2010, p.12) aponta que essa metodologia tem sua fundamentação na regra do “valor presente”, onde o valor de qualquer ativo é o valor presente dos fluxos de caixas futuros esperados, relativo aquele ativo, expressados pela seguinte fórmula:

$$\text{Valor Presente} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FC_t}{(1+r)^t}$$

Onde: n = vida útil do ativo

FC_t = Fluxo de caixa no período t

r = taxa de desconto refletindo o risco inerente aos fluxos de caixa estimados.

Segundo Damodaran (2010, p.13) pode-se percorrer caminhos diferentes para a avaliação da empresa por fluxo de caixa descontado: um deles é avaliar apenas a participação acionária do negócio, enquanto outro é avaliar, além da participação acionária, a participação dos demais detentores de direitos na empresa.

Para o autor, o valor do patrimônio líquido (participação acionária) é obtido descontando-se os fluxos de caixa do acionista, ou seja, os fluxos de caixa deduzidos de todas as despesas, investimentos, obrigações fiscais, pagamentos de juros e principal, a taxa de retorno exigida pelos investidores, apresentados pela fórmula:

$$\text{Valor do patrimônio líquido} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FC_{do.Acionista}}{(1+k_e)^t}$$

Onde: $FC_{do.Acionista}$ = Fluxo de caixa do acionista

k_e = Custo do patrimônio líquido

Segundo Martins (2009, p.280), o fluxo de caixa da empresa ou fluxo de caixa livre (FCL) é calculado a partir do fluxo de caixa operacional da empresa antes dos pagamentos de dívidas e juros, após a dedução dos impostos sobre o lucro, investimentos em imobilizado e variações no capital circulante líquido (capital de giro). Para o autor, o termo livre pode ser

associado ao excedente de caixa disponível para a distribuição ou aumento de capital. O FCL é apurado da seguinte forma:

<p>Receita líquida de vendas</p> <p>(-) Custo das vendas</p> <p>(-) Despesas operacionais</p> <p>(=) Lucro antes dos juros e tributos sobre o lucro (<i>Ebit</i>)</p> <p>(+) Ajuste das despesas operacionais não desembolsáveis</p> <p>(=) Lucro antes dos juros, tributos sobre o lucro, depreciação, amortização e exaustão (<i>Ebitda</i>)</p> <p>(-) Imposto de renda e contribuição social</p> <p>(=) Geração de caixa operacional</p> <p>(-) Investimentos em imobilizado</p> <p>(-) Variações no capital circulante líquido (NCG - necessidade de capital de giro)</p> <p>(=) Fluxo de caixa livre</p>

Quadro 4 - Elementos do fluxo de caixa livre

Fonte: Adaptado de Martins (2009, p.281).

Cabe destacar que as despesas operacionais não desembolsáveis, referem-se, basicamente, à depreciação, amortização e exaustão. Indispensáveis para a apuração do resultado, mas sem efeito sobre o fluxo futuro de caixa (MARTINS 2009, p.281).

O valor da empresa é obtido descontando-se os fluxos de caixa da empresa pelo custo médio ponderado do capital (CMPC), que representa o custo dos componentes de financiamento utilizados pela empresa (DAMODARAN 2010, p.13). Sua equação é representada da seguinte forma:

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FC_{daEmpresa}}{(1 + CMPC)^t}$$

Onde: $FC da Empresa$ = Fluxo de caixa da empresa ou fluxo de caixa livre (FCL)

CMPC = Custo médio ponderado de capital

O valor da perpetuidade é estimado com base no fluxo de caixa livre do último período projetado e incrementado pela expectativa de crescimento. Representa o valor do

negócio após o período de projeção, em termos atuais (MARTINS 2009, p.283). Sua equação seria a seguinte:

$$\text{Perpetuidade} = \frac{\text{FCL} \times (1+g)}{\text{CMPC} - g}$$

Onde: FCL = fluxo de caixa livre do último período da projeção;

CMPC = custo médio ponderado de capital; e

g = taxa de crescimento

Damodaran (2010, p.408) indica o valor da perpetuidade para determinar o valor econômico da empresa quando as características da empresa forem coerentes com os pressupostos de crescimento estável e a taxa de crescimento não seja superior à taxa de economia.

Outro aspecto importante, inerente aos métodos de avaliação que se baseiam no desconto dos fluxos de caixa futuros, é a determinação de uma taxa de desconto que reflita o custo de oportunidade do capital investido.

Nesse sentido, Martins (2009, p.284) comenta

O fluxo de caixa livre e o valor da perpetuidade devem ser apresentados em valores presentes, mediando o uso de uma taxa de desconto que funcione como o custo de oportunidade. Usualmente, a taxa escolhida é o CMPC, devido a sua capacidade implícita de incorporar os riscos associados a determinado negócio.

Damodaran (2010, p.228) observa que a empresa “cria” valor por meio da obtenção de retorno sobre o capital investido superior ao custo do capital. O custo de capital, segundo o autor, é a média ponderada dos custos de diferentes componentes do financiamento, com pesos baseados nos valores de mercado de cada componente.

De acordo com Martins (2009, p.217), o processo de apuração do custo médio ponderado de capital ou WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) pode ser dividido em três passos. Seriam os seguintes:

1. Cálculo do custo de cada fonte financeira específica;
2. Determinação da porcentagem de cada fonte financeira no total do financiamento;

3. Soma dos produtos dos itens 1 e 2 (CMPC).

Desta forma, o CMPC resulta-se da média ponderada dos custos de capital de terceiros e do capital próprio, representado pela expressão:

$$CMPC = \left(\frac{S}{S+B} \right) * CCP + \left(\frac{B}{S+B} \right) * CCT$$

Onde: CMPC = Custo Médio Ponderado de Capital

(S/ S+B) = proporção do capital próprio

(B/ S+B) = proporção do capital de terceiros

CCP = custo do capital próprio determinado

CCT = custo capital de terceiros determinado

Assaf Neto (2009, p.393) define o custo do capital de terceiros como “passivos onerosos identificados nos empréstimos e financiamentos mantidos pelas empresas”. Em outras palavras, representa o custo obtido pela taxa de desconto que iguala, em determinado momento, os vários desembolsos previstos de capital e de juros, sendo o principal liberado para a empresa. O custo do capital de terceiros pode ser determinado pela seguinte fórmula:

$$CCT = r_B * (1 - TC)$$

Onde: CCT = custo do capital de terceiros

r_B = taxa de captação da empresa (juros de empréstimos ao ano)

TC = alíquota do imposto de renda

Com relação ao custo do capital próprio, Damodaran (2010, p.72) explica que pode ser estimado utilizando-se o modelo de risco e retorno por meio do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), no qual o risco é mensurado em relação a um único fator de mercado. O CAPM, que em português significa “modelo de apreçamento de ativos de capital”, representa o coeficiente de custo de capital próprio, resultando da soma da taxa de desconto dos títulos sem risco e da taxa de risco sistemático da empresa (*beta*) multiplicada pela taxa de prêmio relativa ao risco de mercado. O custo do capital próprio pode ser determinado pela seguinte fórmula:

$$CCP = R_f + (R_m - R_f) * \beta$$

Onde: CCP = custo do capital próprio (retorno exigido)
R_f = retorno (taxa) livre de risco (pode ser representada pelo retorno da caderneta de poupança)
R_m = taxa de retorno esperada da carteira de mercado (pode ser utilizado o rendimento de um portfólio)
(R_m - R_f) = prêmio de risco de mercado
β = risco sistemático / mercado (oscilação da rentabilidade do ativo em relação ao mercado)

Uma das dificuldades de se usar o CAPM reside no processo de se estimar o coeficiente de risco sistemático da ação (*beta*). Damodaran (2010, p.704) explica que os *betas* de empresas comparáveis podem ser utilizados para estimar o *beta* de uma empresa não negociada ou de capital fechado.

Portanto, os elementos a serem identificadas na metodologia e apuração do CAPM são: a taxa de retorno esperada, a taxa livre de risco e o *beta*. O custo do capital próprio representa a taxa de retorno que o investidor gostaria de receber se os seus recursos fossem investidos em uma aplicação qualquer ou empresa de semelhante risco.

Diante das considerações expostas, torna-se possível calcular o valor econômico da Empresa Alfa, a partir do desconto dos fluxos de caixa futuros, a fim de que se determine o valor do *goodwill* da empresa.

3 O CASO DA EMPRESA ALFA

Neste capítulo está desenvolvido o estudo de caso, com base no levantamento dos dados da Empresa Alfa e fundamentação teórica dos objetivos específicos do trabalho. Pretende-se, desta forma, responder a questão que orienta esta pesquisa.

Primeiramente, apresenta-se um breve histórico da empresa, para então, exibir os demonstrativos e projeções utilizados para determinar o valor econômico e, em consequência, o valor do *goodwill* da Empresa Alfa.

3.1 Apresentação da empresa

A Empresa Alfa está constituída sob a forma de sociedade por ações, sendo seu objetivo principal a exploração da indústria de equipamentos eletrônicos. A empresa, de capital fechado, está situada na região sul do Brasil. Sua estrutura é composta por aproximadamente 400 funcionários e seus principais clientes são os maiores varejistas do mercado brasileiro.

3.2 Avaliação econômica da empresa

Apresenta-se como método de avaliação do valor econômico da Empresa Alfa, a abordagem da renda, cujo foco é o potencial de geração de riqueza dos ativos operacionais, mensurado pelo método do fluxo de caixa descontado.

Cabe destacar que a abordagem dos ativos é, também, empregada na mensuração dos bens e direitos da Empresa Alfa, a fim de que sejam descontados do valor econômico total da

empresa, para obtenção do valor do *goodwill*. Desta forma, o *goodwill* representa a diferença entre o resultado da avaliação econômica da empresa e seus ativos ajustados.

3.2.1 Posição patrimonial da empresa

Apresenta-se a posição dos bens, direitos (Tabela 2) e obrigações (Tabela 3) da Empresa Alfa extraída do balanço patrimonial (BP) de 31/12/2010 (data-base).

Tabela 2 - Bens e direitos da Empresa Alfa

Empresa Alfa - Bens e direitos - 31/12/2010		
Elementos patrimoniais	R\$ (mil)	Crítério de avaliação
Circulante	55.396	
Caixa e bancos	1.311	Valor patrimonial contábil
Aplicações financeiras	187	Valor patrimonial contábil
Duplicatas a receber de clientes	31.132	Valor presente do recebimento futuro
Estoques	18.197	Valor líquido de realização
Impostos a recuperar	4.511	Valor patrimonial contábil
Outros valores a receber	58	Valor patrimonial contábil
Não circulante	2.696	
Imobilizado	2.696	
Imobilizado operacional	1.895	Valor de mercado
Imobilizado não operacional	802	Valor patrimonial contábil
Bens e direitos da Empresa Alfa	58.093	

Fonte: Relatório anual da Administração da Empresa Alfa.

Os elementos patrimoniais apresentados foram revisados e ajustados pela Empresa Alfa, de acordo com os pronunciamentos contábeis emitidos pelo CPC a qual está submetida. Os títulos sem risco foram descontados pela taxa média de rendimento do CDI (Certificado de Depósito Interbancário) oferecido em dezembro de 2010 que corresponde a 9,00% a.a., livre de imposto de renda.

Os estoques foram avaliados pelos valores de saída, líquidos de despesas e tributos, enquanto o imobilizado operacional, composto por máquinas e equipamentos, foi avaliado

pelo valor de mercado, em conformidade com o estado de conservação. O imobilizado não operacional refere-se a um imóvel recentemente adquirido, parte da estratégia de crescimento da empresa.

Tabela 3 - Passivos exigíveis da Empresa Alfa

Empresa Alfa - Passivos exigíveis - 31/12/2010		
Elementos patrimoniais	R\$ (mil)	Crítério de avaliação
Circulante	27.157	
Fornecedores	5.410	Valor presente do pagamento futuro
Empréstimos e Financiamentos	17.692	Valor presente, descontado pelas taxas do contrato
Obrigações Sociais	288	Valor patrimonial contábil
Obrigações Fiscais	2.589	Valor patrimonial contábil
Provisões	1.099	Valor patrimonial contábil
Demais Contas a Pagar	80	Valor patrimonial contábil
Não circulante	4.117	
Empréstimos e Financiamentos	4.117	Valor presente, descontado pelas taxas do contrato
Passivos exigíveis da Empresa Alfa	31.275	

Fonte: Relatório anual da Administração da Empresa Alfa.

Os empréstimos e financiamentos foram ajustados pelo valor de liquidação na data-base (valor presente) de acordo com as taxas de cada contrato. O Quadro 5 demonstra a composição e os encargos financeiros do endividamento da Empresa Alfa.

Composição do Endividamento da Empresa Alfa - R\$ (mil)	31/12/10			% Encargos Financeiros	Amortização	
	Principal + Encargos				Encargos	Início
	Curto Prazo	Longo Prazo	Total			
Banco "t"	9.690	5.362	15.052	CDI + 1,20% a.a.	Ago/2009	Mai/2012
Banco "v"	963	-	963	5,12% a.a	Set/2010	Fev/2011
Banco "h"	1.746	-	1.746	3,15% a.a	Nov/2010	Jan/2011
Banco "b"	608	-	608	3,37% a.a	Nov/2010	Mar/2011
Banco "s"	5.335	-	5.335	3,80% a.a	Dez/2010	Mar/2011
(-) Ajuste a Valor Presente	(649)	(1.245)	(1.894)			
Empréstimos e financiamentos	17.692	4.117	21.809			

Quadro 5 - Endividamento da Empresa Alfa

Fonte: Relatório anual da Administração da Empresa Alfa.

3.2.2 Projeção de resultado

As projeções de resultado são baseadas nas expectativas de crescimento do mercado para os próximos anos. Os custos e despesas operacionais são projetados de acordo com a estratégia da empresa. É importante destacar que o lucro é tributado pela alíquota de imposto de renda (IR), que corresponde a 15% com adicional de 10%, além dos 9% referente à contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL).

Tabela 4 - Projeção de resultado - Empresa Alfa

DRE - Empresa Alfa	Projeções R\$ (mil)	
	2011	2012
Receita bruta das vendas		
Vendas e revendas de produtos	230.579	247.961
Deduções - Impostos, devoluções e abatimentos	- 29.752	- 31.995
Receita operacional líquida	200.827	215.966
Custos dos produtos vendidos	- 154.767	- 163.902
Lucro bruto	46.060	52.064
Despesas (receitas) operacionais		
Comerciais	- 21.563	- 21.780
Administrativas	- 1.325	- 1.382
Outras despesas operacionais, líquidas	- 1.362	- 1.672
Lucro operacional antes dos efeitos financeiros	21.810	27.230
(-) Despesas Financeiras/Variação Cambial	- 3.662	- 3.938
Lucro antes do IR/CSLL	18.148	23.292
(-) Provisão para IR/CSLL	- 6.143	- 7.892
Lucro líquido do período	12.005	15.400

Fonte: Relatório anual da Administração da Empresa Alfa.

Diante do grau de subjetividade do horizonte de projeção atribuído ao crescimento de mercado, utilizou-se para fins deste estudo, a projeção de resultados até 2012.

Imprescindível para o cálculo do fluxo de caixa livre apresenta-se a necessidade de investimentos em capital circulante líquido (Tabela 5) e ativo imobilizado (Tabela 6),

fundamentada pela projeção de resultados e estratégia de crescimento definida pela administração.

Tabela 5 - Necessidade de capital de giro - Empresa Alfa

Projeção do capital circulante líquido - R\$ (mil)	2010	2011	2012
Faturamento Bruto	212.385	230.579	247.961
C.P.V.	144.645	154.767	163.902
Matéria-Prima	140.261	150.156	159.084
Impostos e despesas operacionais	70.300	76.017	80.214
PMR (dias):	53	60	60
PME (dias):	45	45	45
PMP (dias):	14	20	20
PMROF (dias):	15	15	15
(+) Duplicatas a receber	31.132	38.430	41.327
(+) Estoques	18.197	19.346	20.488
(-) Fornecedores	5.410	8.342	8.838
(-) Impostos e despesas operacionais	2.898	3.134	3.307
(=) Capital circulante líquido	41.021	46.300	49.669
Varição do capital circulante líquido		5.279	3.370

Fonte: Relatório anual da Administração da Empresa Alfa.

Em conformidade com a estratégia de vendas da empresa, o prazo médio de recebimento (PMR) aumenta de 53 dias para 60 dias em 2011 e mantêm-se em 2012, assim como o prazo médio de pagamento (PMP) a fornecedores, de 14 dias para 20 dias, em virtude de renegociações dos contratos de fornecimento. O prazo médio de estocagem (PME) e o prazo médio de recolhimentos das obrigações fiscais e despesas operacionais (PMROF) permanecem estáveis.

Tabela 6 - Evolução patrimonial

Empresa Alfa - Evolução Patrimonial	Ano	R\$ (mil)
Imobilizado líquido - saldo	2010	2.696,3
(+) Aquisições	2011	975,6
Máquinas e equipamentos	2011	692,2
Reforma da fábrica	2011	283,3
(-) Depreciação	2011	(404,5)
Imobilizado líquido - saldo	2011	3.267,5
(+) Aquisições	2012	490,1
Reposição de ativos	2012	490,1
(-) Depreciação	2012	(490,1)
Imobilizado líquido - saldo	2012	3.267,5

Fonte: Relatório anual da Administração da Empresa Alfa.

Os investimentos em máquinas e equipamentos, previstos para 2011, visam maior autonomia do processo produtivo, em virtude da verticalização dos processos de montagem de placas, além do aumento da capacidade produtiva e redução dos custos de produção. Os investimentos em ativo imobilizado, a partir de 2012, representam a reposição dos ativos depreciados, a fim de que sejam mantidos, em bom estado de conservação, os bens destinados à operação.

3.2.3 Custo médio ponderado do capital

O custo médio ponderado de capital (CMPC ou WACC) representa a média ponderada do custo do capital próprio e do custo do capital de terceiros, recursos que financiam as operações da empresa.

O custo do capital próprio foi definido a partir da taxa de rendimento do CDI em dezembro de 2010 que corresponde a 9,00% a.a., livre de imposto de renda. Essa taxa foi utilizada para determinar o valor presente dos títulos sem risco. O percentual encontrado foi aumentado em 80%, arbitrado pelo autor, representando a recompensa pelo risco do negócio, em conformidade com a expectativa da administração. Desta forma, o custo do capital próprio da Empresa Alfa corresponde a 16,2% ao ano, para fins deste estudo.

O custo do capital de terceiros (CCT) é formado pelas dívidas onerosas apresentadas no Quadro 6 (p.42), cuja representatividade é de 37,5% do capital investido na Empresa Alfa. A fim de que se determine o CCT da Empresa Alfa, apresenta-se a projeção dos encargos de cada componente da dívida. Como critério da projeção, considera-se que as dívidas são pagas sempre no final do contrato. Por esse motivo, atribuem-se taxas diferentes ao mesmo componente do endividamento, do curto e do longo prazo.

Tabela 7 - Projeção dos encargos de financiamentos

Composição do Endividamento (sem efeito dos ajustes)	R\$ (mil)	Encargos a.a.	Final do contrato	Encargos até final do contrato	Projeção dos Encargos
Banco "i" - curto prazo	9.690	11,95%	Dez/2011	11,95%	1.158
Banco "i" - longo prazo	5.362	11,95%	Mai/2012	17,34%	930
Banco "v"	963	5,12%	Fev/2011	0,84%	8
Banco "h"	1.746	3,15%	Jan/2011	0,26%	5
Banco "b"	608	3,37%	Mar/2011	0,83%	5
Banco "s"	5.335	3,80%	Mar/2011	0,94%	50
Endividamento sem ajustes	23.703				2.155
Encargos financeiros sobre a dívida					9,09%

Fonte: Relatório anual da Administração da Empresa Alfa.

Tem-se, então, que a remuneração do capital de terceiros representa 9,09% da dívida, representada pela razão entre os encargos projetados e os passivos onerosos antes do ajuste a valor presente. Desta forma, o CCT da Empresa ALFA, livre do IR (15%), corresponde a 7,73%.

Considera-se para o cálculo do CMPC, a soma dos produtos da representatividade de cada fonte de financiamento pelo seu custo correspondente, calculado após os tributos que incidem sobre o lucro (MARTINS 2009, p.218).

Tabela 8 - Cálculo do CMPC - Custo médio ponderado de capital

Elementos do cálculo do CMPC	R\$ (mil)
a Capital investido na Empresa Alfa	58.093
b Capital de terceiros - passivos onerosos ajustados	21.809
c Capital próprio	36.284
d Participação do capital de terceiros (b/a)	37,5%
e Participação do capital próprio (c/a)	62,5%
f CCT - Custo do capital de terceiros	7,73%
g CCP - Custo do capital próprio	16,20%
CMPC = (d*f)+(e*g)	13,0%

Fonte: Adaptado de Martins (2009, p.217).

Conclui-se, a partir do cálculo exposto na Tabela 8, que a taxa de retorno que melhor representa o custo do capital da Empresa Alfa corresponde a 13,0%.

3.2.4 Fluxo de caixa descontado

Com base nas informações contidas nos relatórios da administração da Empresa Alfa, apresenta-se o cálculo do fluxo de caixa livre dos períodos projetados.

Tabela 9 - Cálculo do fluxo de caixa livre - Empresa Alfa

Elementos do fluxo de caixa livre	Projeções R\$ (mil)	
	2011	2012
Receita líquida de vendas	200.827	215.966
(-) Custo das vendas	- 154.767	- 163.902
(-) Despesas operacionais	- 24.251	- 24.834
(=) Lucro antes dos juros e tributos sobre o lucro (Ebit)	21.810	27.230
(+) Ajuste das despesas operacionais não desembolsáveis	404	490
(=) Lucro antes dos juros, tributos sobre o lucro e depreciação (Ebitda)	22.214	27.720
(-) Imposto de renda e contribuição social	- 6.143	- 7.892
(=) Geração de caixa operacional	16.071	19.828
(-) Investimentos em imobilizado	- 976	- 490
(-) Variações no capital circulante líquido (NCG - necessidade de capital de giro)	- 5.279	- 3.370
(=) Fluxo de caixa livre	9.816	15.968

Fonte: O autor, adaptado de Martins (2009, p.281).

A partir da projeção do fluxo de caixa livre, procede-se ao cálculo do desconto do fluxo de caixa pela taxa de desconto de 13,0% ao ano, que corresponde ao CMPC da empresa.

Tabela 10 - Fluxo de caixa descontado

FCD - Cálculo do fluxo de caixa descontado - R\$ (mil)	2011	Perpetuidade	Total
Fluxo de caixa livre	9.816	15.968	25.785
Fluxo de caixa descontado	8.686	108.512	117.198

Fonte: O autor, baseado em Damodaran (2010, p.13)

Como recurso prático da projeção, não foi estimado crescimento para determinar o valor de perpetuidade do fluxo de caixa da empresa, calculado, a partir do fluxo de caixa gerado no último período. Sendo assim, o valor que corresponde à capacidade de geração de riqueza da Empresa Alfa é R\$ 117.198 mil.

3.2.5 Valor econômico da empresa

Determinado o valor do fluxo de caixa descontado, apresenta-se o cálculo do valor econômico da empresa, correspondente à soma das disponibilidades (ativo ajustado) na data-base e do FCD, que representa a capacidade de geração de riqueza dos ativos operacionais.

Tabela 11 - Cálculo do valor econômico da Empresa Alfa

Elementos da avaliação econômica	R\$ (mil)
Fluxo de caixa descontado	117.198
(+) Disponibilidades	1.498
Caixa e equivalente de caixa	1.498
Valor econômico da empresa	118.696

Fonte: O autor, baseado em Santos e Bornia (2010, p.7)

Conforme descrito anteriormente, o imóvel classificado como não operacional passa a ser utilizado nas operações da empresa em 2011. Desta forma, por não figurar como uma necessidade de investimento, seu valor está mensurado no fluxo de caixa descontado, assim como os demais ativos operacionais. Constata-se, então, que o valor econômico da Empresa Alfa é de R\$ 118.696 mil.

3.2.6 Valor do *goodwill*

Não obstante às considerações expostas até o momento a respeito dos ativos intangíveis, mais precisamente, do *goodwill*, cabe ressaltar a importância dos referidos entes patrimoniais para o processo de avaliação de empresas, haja vista o valor de uma empresa ser resultado do somatório de bens tangíveis e intangíveis de uma sociedade.

Desse modo, sendo a mensuração do *goodwill* da Empresa Alfa o objetivo maior do presente estudo, apresenta-se o cálculo do *goodwill*, cujo valor representa a diferença entre o valor econômico da empresa e os ativos ajustados.

Tabela 12 - Cálculo do *goodwill* da Empresa Alfa

Elementos do cálculo do <i>goodwill</i>	R\$ (mil)
Valor econômico da empresa	118.696
(-) Total do ativo ajustado	- 58.093
<i>Goodwill</i> da Empresa Alfa	60.603

Fonte: O autor, baseado em Santos e Bornia (2010, p.8)

Conforme cálculos demonstrados, o valor do *goodwill* da Empresa Alfa é de R\$ 60.603 mil. Sendo assim, o *goodwill* apresenta-se como o mais valioso ativo da Empresa Alfa, pois representa 51,0% do valor econômico encontrado.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo alcançou os objetivos propostos, identificando o valor do *goodwill* na Empresa Alfa, a partir do emprego de uma metodologia de avaliação de empresas. Cabe destacar que o método do fluxo de caixa descontado apresentou-se como instrumento de grande relevância na consecução dos objetivos propostos, combinado com a abordagem de avaliação dos ativos a valor de mercado, permitindo a mensuração do valor econômico e do *goodwill* da Empresa Alfa.

A fim de minimizar a problemática existente no processo de mensuração dos entes patrimoniais nas demonstrações financeiras e aspirando disponibilizar instrumentos melhores qualificados para a gestão do negócio, desenvolveram-se metodologias alternativas de avaliação de empresas. O valor de uma empresa é composto pelos bens tangíveis e intangíveis, os quais, apesar de não serem habitualmente registrados como bens e direitos, agregam valor ao negócio, proporcionando vantagem competitiva à empresa que os detém.

Todavia, cabe ressaltar, que à medida que não evidenciam todos os elementos que compõe o patrimônio da empresa, assim como, não fornecem informações sobre o potencial de geração de lucros futuros, comumente atreladas aos ativos intangíveis, os demonstrativos contábeis perdem poder informativo para os quais foram criados.

Recomenda-se que futuros estudos empreguem outras metodologias para avaliação de empresas, a fim de que a utilização de diferentes abordagens dê subsídios para uma comparação entre os resultados obtidos.

REFERÊNCIAS

ANTUNES, M. T. P. **Capital Intelectual**. São Paulo: Atlas, 2000.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 3ª Ed. São Paulo: Atlas, 2009.

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

BEUREN, Ilse Maria (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 2ª Ed. São Paulo: Atlas, 2009.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, 1976.

_____. Lei nº 11.638, de 29 de dezembro de 2007. Altera dispositivos da Lei das Sociedades por Ações. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, 2007.

_____. Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009. Altera dispositivos da Lei das Sociedades por Ações. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, 2009.

CERBASI, Gustavo Petrasunas. **Metodologias para determinação do valor das empresas: uma aplicação no setor de geração de energia elétrica**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Curso de Pós-Graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

CPC - Comitê de Pronunciamentos Contábeis. **Pronunciamento Conceitual Básico**. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/pronunciamento_conceitual.pdf> Acesso em: março de 2011.

_____. **Pronunciamento Técnico CPC 04 – Ativo Intangível**. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/CPC04_R1.pdf> Acesso em: março de 2011.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. 5ª Ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010.

EDVINSSON, Leif; MALONE, Michael S. **Capital intelectual: descobrindo o valor real de sua empresa pela identificação de seus valores internos**. São Paulo: Makron Books, 1998.

GALLI, Oscar C. **Uma proposta de metodologia para a determinação de uma distribuição de probabilidade que retrate o valor monetário da empresa**. 1998. 146 f. Tese (Doutorado) - Universidade Federal de Santa Catarina, 1998.

GIL, Antônio Carlos. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 4ª Ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GOMES, Maria Tereza. **Quanto vale sua empresa?** *Revista Exame*. São Paulo: nº 14, p. 52 a 54, 03/jul/96.

HOSS, O; ROJO, C.A; GRAPEGGIA, M. **Gestão de ativos intangíveis: da mensuração à competitividade por cenários**. São Paulo: Atlas, 2010.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2000.

_____, Sérgio de. **Teoria da Contabilidade**. 7ª Ed. São Paulo: Atlas, 2009.

KAPLAN, Robert S.; NORTON, David P. **Medindo a prontidão estratégica de ativos intangíveis**. *Harvard Business Review*. p. 38-49, fev. 2004.

LEMME, Celso Funcia. Revisão dos modelos de avaliação de empresas e suas aplicações nas práticas de mercado. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 36, n. 2, p.117-124, abr./jun. 2001.

MARION, José Carlos. **Contabilidade Empresarial**. 5ª Ed. São Paulo: Atlas, 1995.

_____; PEREIRA, Elias. **Dicionário de termos de contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2003.

MARTINS, Eliseu. **Contribuição à avaliação do ativo intangível**. 1972. Tese (Doutorado) – FEA, Universidade de São Paulo, São Paulo.

_____. **Avaliação de Empresas: Da Mensuração Contábil à Econômica**. FIPECAFI, São Paulo, Atlas, 2009.

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

MONOBE, Massanori. **Contribuição à mensuração e contabilização do goodwill não adquirido**. 1986. 183 f. Tese de Doutorado – Faculdade de Economia e Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo. 1986.

MONTE, P.; ARAÚJO NETO, P.; REGO, T. **Avaliação de empresas pelo método do fluxo de caixa descontado: o caso da Aracruz Celulose S/A**. *Revista Contemporânea de Contabilidade - UFSC*. Florianópolis, v.6, n.11, p.37-58, janeiro/junho 2009.

MONTEIRO, Andréa Alves Silveira; COELHO, Fabiano Simões. **Ativo intangível – uma abordagem teórica**. *Pensar Contábil*, Rio de Janeiro, ano IV, n. 12, p. 4-10, mai./jul. 2001.

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

de Pós-graduação em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

NEIVA, Raimundo A. **Valor de mercado da empresa**. 2ª Ed. São Paulo: Atlas, 1999.

SÁ, Antônio Lopes de. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1998.

SANTOS, N. J. dos; BORNIA. A.C. **Avaliação de empresas fechadas: aspectos da determinação do valor da participação societária em estabelecimento hoteleiro**. In. X

SEPROSUL - SEMANA DE LA INGENIERÍA DE LA PRODUCCIÓN SUDAMERICANA
Novembro 2010, Santiago de Chile.

SAURIN, V; DA COSTA JR, N. **O valor mínimo de uma empresa: estudo de caso**. Revista De Negócios, v.2, n.4, 2007.

SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José Luiz dos. **Avaliação de Ativos Intangíveis**. São Paulo: Atlas, 2009.

SILVA, Antônio Carlos R. da. **Metodologia da Pesquisa aplicada à Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2003.

SILVA, Romulo Soares da. **Goodwill, avaliação e reconhecimento**. 2001. 40 f. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Ciências Contábeis, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis. 2001.