

Valor de Mercado versus valoração de Goodwill Gerado Internamente: um estudo a partir das Demonstrações Financeiras

Carlos Augusto Pacheco Pereira (UNB/UFPB/UFRN) - carlosp@funcef.com.br

Eliene Aparecida de Moraes (UNB/UFPB/UFRN) - elienemoraes.cont@gmail.com

Jonatas Dutra Sallaberry (UNB/UFPB/UFRN) - jonatas.sallaberry@hotmail.com

Resumo:

Os ativos intangíveis são responsáveis pela super valoração das empresas, e dentre esses ativos pode-se citar marcas, patentes, capital intelectual, propaganda e publicidade e goodwill. As demonstrações financeiras muitas vezes não refletem o valor de mercado destas empresas, e essa diferença entre o valor contábil e o valor de mercado é medida através de ativos intangíveis. Existem vários métodos para valoração dos ativos intangíveis, tais como: Lawrence R. Dicksee, Hatfield, New York, Valor Atual dos Superlucros, Custo de Reposição ou Custo Corrente, Valor Econômico, Valor de Realização, Excesso do Valor Econômico sobre o Valor Corrente e Modelo Residual de Avaliação de Ativos Intangíveis, cada um apresentando vantagens e desvantagens no seu uso. Através de uma pesquisa bibliográfica, esta pesquisa tem o objetivo de identificar entre os métodos de mensuração do goodwill gerado internamente existentes na literatura contábil, qual representa efetivamente (ou mais próximo) o valor que o mercado está disposto a pagar pelo patrimônio de determinada empresa, considerando que essa diferença decorra de expectativas de ganhos superiores baseado num patrimônio excedente e agregado à entidade. Na pesquisa foram utilizados os dados obtidos através das demonstrações financeiras dos anos 2009, 2010 e 2011 da empresa Totvs S.A. Através dos valores obtidos pela operacionalização dos métodos, pode-se concluir que o método que mais se aproxima do valor de mercado é o Método Hatfield, e ainda que o valor de mercado representa até seis vezes o valor contábil da companhia pesquisada.

Palavras-chave: *Ativos Intangíveis. Mensuração. Goodwill.*

Área temática: *Métodos quantitativos aplicados à gestão de custos*

Valor de Mercado *versus* valoração de *Goodwill* Gerado Internamente: um estudo a partir das Demonstrações Financeiras

Resumo

Os ativos intangíveis são responsáveis pela super valoração das empresas, e dentre esses ativos pode-se citar marcas, patentes, capital intelectual, propaganda e publicidade e *goodwill*. As demonstrações financeiras muitas vezes não refletem o valor de mercado destas empresas, e essa diferença entre o valor contábil e o valor de mercado é medida através de ativos intangíveis. Existem vários métodos para valoração dos ativos intangíveis, tais como: Lawrence R. Dicksee, Hatfield, New York, Valor Atual dos Superlucros, Custo de Reposição ou Custo Corrente, Valor Econômico, Valor de Realização, Excesso do Valor Econômico sobre o Valor Corrente e Modelo Residual de Avaliação de Ativos Intangíveis, cada um apresentando vantagens e desvantagens no seu uso. Através de uma pesquisa bibliográfica, esta pesquisa tem o objetivo de identificar entre os métodos de mensuração do *goodwill* gerado internamente existentes na literatura contábil, qual representa efetivamente (ou mais próximo) o valor que o mercado está disposto a pagar pelo patrimônio de determinada empresa, considerando que essa diferença decorra de expectativas de ganhos superiores baseado num patrimônio excedente e agregado à entidade. Na pesquisa foram utilizados os dados obtidos através das demonstrações financeiras dos anos 2009, 2010 e 2011 da empresa Totvs S.A. Através dos valores obtidos pela operacionalização dos métodos, pode-se concluir que o método que mais se aproxima do valor de mercado é o Método Hatfield, e ainda que o valor de mercado representa até seis vezes o valor contábil da companhia pesquisada.

Palavras-chave: Ativos Intangíveis. Mensuração. *Goodwill*.

Área Temática: Métodos quantitativos aplicados à gestão de custos

1 Introdução

A globalização do mercado de capitais gerou a necessidade de identificar e mensurar o aumento da materialidade dos intangíveis na composição do patrimônio das entidades. Esses ativos intangíveis podem ser percebidos devido à diferença entre o valor agregado da entidade e a soma de cada item em separado.

Os ativos intangíveis são responsáveis pela supervalorização de grandes empresas, e dentre estes ativos intangíveis estão às marcas, patentes, propagandas e publicidades, *know-how*, confiança dos clientes, qualidade dos produtos oferecidos, pesquisa e desenvolvimento, *goodwill*, capital intelectual, dentre outros. Esses fatores e outros vão sendo acrescidos na medida em que os ativos intangíveis aumentam proporcionalmente aos demais ativos devido à sofisticação dos negócios (MONOBE, 1986). Os ativos intangíveis valoram as empresas, no entanto, nem sempre podem ser evidenciados nas demonstrações financeiras das entidades.

O valor contábil das demonstrações financeiras muitas vezes não reflete o valor real que poderia ser auferido numa negociação gerando uma discrepância entre o valor escriturado e o valor de mercado do patrimônio da entidade, bem como seu reflexo no patrimônio dos proprietários. De acordo com pesquisa de Machado e Famá (2011), algumas empresas chegam a ter um índice de intangibilidade de 8,11, ou seja, o mercado está disposto a pagar acima de oito vezes mais que a entidade vale contabilmente.

A valoração dos ativos intangíveis é complexa, principalmente quando se trata do *goodwill* gerado internamente, no entanto existem vários métodos para essa mensuração, que são

difíceis de serem aplicados. Mesmo existindo vários métodos, cada um apresenta vantagens e desvantagens, alguns são complexos no que diz respeito a operacionalização, principalmente na obtenção de determinadas variáveis, quando estas são subjetivas, como por exemplo, taxa de desconto, expectativa de lucros etc., além de que outras variáveis são mais relevantes para determinados segmentos de negócios.

O objetivo do trabalho é identificar entre os métodos de mensuração do *goodwill* gerado internamente, existentes na literatura contábil, qual representa efetivamente (ou mais próximo) o valor que o mercado está disposto a pagar pelo patrimônio de determinada empresa, considerando que essa diferença decorra de expectativas de ganhos superiores baseado num patrimônio excedente e agregado à entidade.

Diversas pesquisas já estudaram a mensuração do intangível, como Belém e Marques (2012) ao analisar as expectativas do mercado que não são explicados pelo valor contábil da empresa. Machado e Famá (2011) analisaram a relação entre o índice de intangibilidade e o nível de Governança Corporativa. Salamudin et al. (2010) compararam a relação dos ativos intangíveis e o valor de mercado; Rodov e Leliaert (2002) contribuíram para o avanço dos métodos de mensuração do capital intelectual, e Wilson e Stenson (2008) identificaram a ausência de informações relevantes nas demonstrações devido as deficiências na mensuração dos intangíveis.

Outros trabalhos anteriores foram realizados buscando desvendar a aplicação dos métodos existentes na literatura, e dentre os quais pode-se destacar os trabalhos de Santos et al. (2007); e Schmidt et al. (2008) que buscaram apresentar de forma teórica os métodos de mensuração de intangíveis. Destaque-se também Negra et al. (2004) que buscaram operacionalizar os métodos utilizados por Santos et al. e Schmidt et al., porém utilizando dados fictícios. Rover et al. (2009) fizeram uso de dados reais de uma empresa do setor elétrico, no entanto, não abordaram qual método se aproximaria mais do valor de mercado.

A contribuição do presente trabalho baseia-se na definição do método que apresenta um resultado mais próximo do real valor do *goodwill* gerado internamente, validado pelo mercado, em circunstâncias específicas, considerando os métodos de cálculos que utilizam informações das demonstrações financeiras.

2 Ativo Intangível

Os ativos intangíveis são ativos que carecem de substância (HENDRIKSEN; BREDA, 2007), enquanto Eliseu Martins (1972) comenta que há dificuldade em defini-lo, apesar de que outros autores procuram mostrar que um intangível dificilmente continua com característica de Ativo se for desligado. Santos et al. (2008) alertam que a tentativa de relacionar a definição contábil à etimologia da palavra não seria exitosa, pois vários ativos que também não possuem tangibilidade são classificados como se fossem tangíveis, a exemplo das despesas antecipadas, aplicações financeiras, entre outras. Uma melhor delimitação desses ativos intangíveis seria a exclusão dos itens realizáveis até o final do exercício seguinte baseado na citação de Hendriksen e Breda (2007) de que os contadores têm procurado limitar a definição de intangíveis aos ativos permanentes, ou seja, não circulantes.

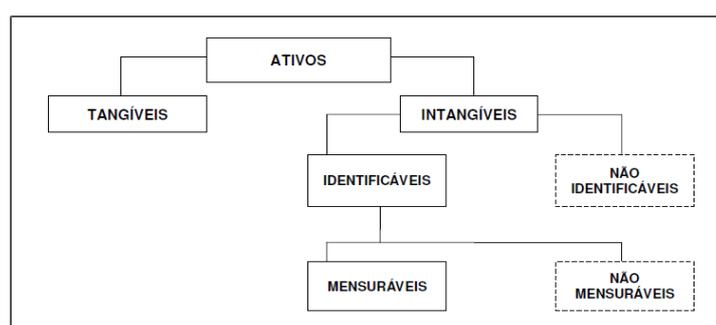
Para Salamudin et al. (2010), assim como todos os demais ativos, o ativo intangível é um recurso controlado por uma empresa como resultado de eventos passados e do qual são esperados futuros benefícios econômicos. O reconhecimento de um item como ativo intangível exige que a entidade demonstre que ele atende: (a) a definição de ativo intangível; e (b) os critérios de reconhecimento, como a provável fruição dos benefícios econômicos futuros gerados em favor da entidade, e o custo do ativo possa ser mensurado com confiabilidade (IAS 38, n. 18-21, 2010). Hendriksen e Breda (2007) baseado no parágrafo 63,

da SFAC 5, orientam que um ativo intangível, para ser reconhecido, somente quando (a) corresponde à definição apropriada, (b) é mensurável (c) é relevante, e (d) é preciso. Esses ativos devem também representar benefícios econômicos futuros prováveis, obtidos ou controlados pela entidade como resultado de transações ou eventos passados. O Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) definiu que o ativo intangível é um ativo não monetário identificável sem substância física (CPC 04, 2010). Segundo Scott (2007, p. 249), “ativos intangíveis são importantes ativos para muitas empresas e, para algumas, compreendem a maior parte do valor da empresa”.

2.1 Classificação

Segundo Hendriksen e Breda (2007), os ativos intangíveis podem ser identificáveis ou não identificáveis. Os ativos tornam-se identificáveis à medida que são associados a uma descrição objetiva, os não identificáveis, como a afirmação da denominação, não é possível definir com clareza sua origem; o mais conhecido entre os não identificáveis é o *goodwill*. De maneira generalista Catlett e Olson (1968 apud SANTOS et al., 2007) definem o ativo *goodwill* como um benefício ou vantagem na maneira como se comporta um negócio adquirido, além do valor que ele seria vendido, devido a personalidade daquele que o conduz, a natureza da sua localização, se a sua reputação for habilidosa ou precisa, ou qualquer outra circunstância incidental para o negócio que tende a fazê-lo duradouro.

Hendriksen e Breda (2007) exemplificativamente citam os seguintes intangíveis: nomes de produtos, direitos autorais, franquias, *goodwill*, licenças, patentes, marcas, entre outros. Todas essas rubricas citadas por Hendriksen e Breda (2007), de fato, e à parte da legislação, poderiam ser lançadas em contas específicas do intangível, porém nem sempre é possível identificá-las independente das demais. Outrossim, pode-se aprofundar um pouco mais na classificação dos intangíveis com a inserção de itens mensuráveis, conforme demonstrado na figura 1:



Fonte: adaptado de Assunção et al. (2005)

Figura 1 - Ativos Intangíveis

Os ativos intangíveis identificados e mensuráveis (direitos autorais, franquias, patentes); intangíveis identificados, mas, ainda, não mensuráveis, como investimentos em pesquisa; que somado aos intangíveis ainda não alcançariam o *Goodwill* total. Supondo a identificação e mensuração objetiva de cada elemento que compõe o Capital Intelectual o *Goodwill* continuaria existindo, segundo o conceito de *Goodwill* Sinérgico (MARTINS; ANTUNES, 2002). Talvez por essa dificuldade de identificar separadamente e mensurá-los, alguns autores passaram a considerar o *goodwill* como o valor excedente ao preço justo (SANTOS et al., 2007). Nesse caminho para melhor definir *goodwill*, Martins (2001) identifica alguns aspectos de distinção e segmentação que considera relevantes na doutrina contábil:

- a) **concepções de *goodwill***: superlucros, subavaliação ou falta de registro de ativos;
- b) **classificação do *goodwill***: comercial, político, pessoal, profissional, nome ou marca, etc;
- c) **surgimento do *goodwill***: administração superior, propaganda eficaz, processos secretos, capital intelectual, localização privilegiada, bom relacionamento com a sociedade, etc.

Outra forma de classificação é em relação à origem: objetivo ou subjetivo. O *goodwill* objetivo é aquele adquirido na compra de um investimento de terceiros enquanto o *goodwill* subjetivo revela-se quando o ativo é criado internamente na empresa. No caso da contabilização dos lucros futuros esperados, em função dos problemas de complexidade e subjetividade, há ainda que se ponderar a aplicação dos Princípios de Contabilidade, especialmente os da Oportunidade e da Prudência.

2.2 Mensuração

Hendriksen e Breda (2007) afirmam ser extremamente difícil medir um ativo intangível não identificável, tanto que acabam sendo associados a outros ativos tratados como resíduos do ativo. Nos casos em que o ativo intangível pode ser separado dos demais itens como patentes e direitos autorais a medida mais informativa seria o valor presente dos benefícios projetados, embora os contadores tenham preferência por utilizar os custos de transação pela maior precisão. Para os intangíveis identificáveis, Barth et al. (1998) apurou resultados em sua pesquisa que sugerem que as estimativas são relevantes e suficientemente confiáveis para ser refletida nos preços das ações.

Os ativos intangíveis adquiridos ou desenvolvidos através de gastos extraordinários identificáveis são capitalizados e posteriormente amortizados à medida da fruição dos benefícios, sendo fundamental a indicação da vida útil do ativo e nível de alocação do ativo (HENDRIKSEN; BREDA, 2007).

Em situações onde a vida útil do ativo é limitada por imposição legal ou de contrato, o limite da duração deverá ser o ponto de conclusão da amortização, a menos que a duração da utilidade econômica ultrapasse o prazo, o que segundo os autores seria difícil. O ritmo da amortização funciona da mesma maneira que a depreciação, apropriado na relação às contribuições esperadas à receita ou aos fluxos de benefícios (HENDRIKSEN; BREDA, 2007). Segundo Santos et al. (2007) os ativos intangíveis que tenham vida útil indefinida não serão amortizados mas anualmente serão testados por *impairment*, conforme parágrafo 16, do SFAS 142, para verificar se os eventos ou circunstâncias continuam justificando a vida útil indefinida.

Segundo Santos et al. (2007) esse teste de *impairment* consiste na comparação do valor justo do ativo intangível com o valor registrado na contabilidade. Quando o valor justo do intangível for maior do que o valor contábil registrado na contabilidade, é por que o valor é recuperável, e não há o que reconhecer; porém se o valor justo for menor que o valor contábil, a diferença deve ser reconhecida como uma perda por *impairment*.

3 Goodwill

Iudícibus (2000) e Hendriksen e Breda (2007) apontam três perspectivas de análise dos intangíveis: (a) o excesso de preço pago pela compra de um empreendimento sobre o valor de mercado de seus ativos líquidos; (b) como o excesso de valor pago pela companhia-mãe por sua participação sobre os ativos líquidos da subsidiária; e (c) como o valor atual dos lucros futuros esperados, descontados o que se esperaria sem o *goodwill*.

Nos dois primeiros casos, referindo-se ao *goodwill objetivo*, que é o valor pago na aquisição de uma empresa menos o valor de mercado dos ativos e passivos, o valor é registrado na contabilidade pela diferença do montante efetivamente pago e o valor de mercado dos ativos. Considera Santos et al. (2007) que é aquele algo mais pago sobre o valor justo do patrimônio líquido das entidades adquiridas, devido a uma expectativa (subjéitiva) de lucros futuros em excesso de seus custos de oportunidade. Para mensurar o real valor do *goodwill* é preciso que os ativos e os passivos tenham sido reavaliados à valor de mercado, do contrário, afirmou Iudícibus (2000) o Goodwill é uma mistura de ‘Goodwill puro’ e de outras diferenças de avaliação.

O terceiro caso, tipicamente o *goodwill subjéitivo*, decorrente de expectativa de lucros futuros gerados pela própria empresa seria o método mais antigo e, de acordo com Santos et al. (2007), é por meio do valor presente de lucros superiores; para isso é necessário identificar o retorno normal de mercado para o negócio, e reduzi-lo dos lucros futuros esperados.

3.1 Goodwill pela expectativa de rentabilidade futura

O *goodwill* como expectativa de rentabilidade futura devido ações internas da empresa seria o método mais antigo e, de acordo com Santos et al. (2007, p. 204), é “[. . .] por meio do valor presente de lucros superiores”. Para mensurá-lo seria necessário identificar o retorno normal de mercado para o negócio e reduzi-lo dos lucros futuros esperados; o que implicaria na utilização de expectativas bastante subjéitivas.

Essa situação, na qual não ocorre negociação da empresa, o método preferido é o cálculo da diferença entre o valor presente dos fluxos futuros de caixa e o valor de mercado dos ativos e passivos. Iudícibus (2000) relata que esse valor não costuma ser registrado em virtude dos problemas de objetividade; mas mesmo assim poderiam ser estimados pelos métodos: de Lawrence R. Dicksee, de New York, de Hatfield, do valor atual de super lucros, do custo de reposição ou custo corrente, do valor econômico, do valor de realização, do excesso de valor econômico sobre o valor corrente, e o modelo residual para avaliação de ativos intangíveis.

Ao se considerar o *goodwill* como ágio, ou pelo menos parte dele, decorrente da expectativa de rentabilidade futura, é plausível pelo raciocínio inverso que uma expectativa de prejuízos presume-se como um *goodwill* negativo. Essa afirmação é defendida por Santos et al. (2007) quando afirma que o *goodwill* negativo surge quando o valor pago pelo investimento é inferior ao valor justo dos ativos líquidos. Para Iudícibus (2000) esse *goodwill* negativo deveria ser considerado como uma conta retificadora, devendo o seu valor ser transferido para o resultado do exercício num espaço de tempo considerado razoável.

Nessa linha de pensamento, Hendriksen e Breda (2007) concluem que o *goodwill* negativo é o inverso do *goodwill*. Mesmo assim o valor dos ativos identificáveis não seriam reduzidos além do seu valor justo, restando a diferença entre o valor justo do conjunto menos o valor efetivamente pago como um intangível - o *goodwill* negativo. Entretanto, Comiskey, Clarke e Mulford (2010) alegam que o termo ágio seria um equívoco, pois uma empresa ou tem boa vontade (expectativa de ganhos superiores) ou não tem boa vontade, mas ela não poderia ter boa vontade de menos, além de que num contexto de mercados eficientes também não haveriam pechinchas, evidenciando-se uma ilusão derivada de ativos supervalorizados ou passivos não reconhecidos.

No contexto da expectativa de rentabilidade futura, acabam sendo misturados diversos tipos de ativos intangíveis que compõem o capital intelectual, outros ativos intangíveis identificáveis, como marcas e patentes, e ativos não identificáveis, como *know-how*. Klein e Prusak (apud STEWART, 1998, p. 61) definem capital intelectual como sendo “Material

intelectual que foi formalizado, capturado e alavancado a fim de se produzir um ativo de maior valor”. Com essa definição já se pode distinguir duas classes de capital intelectual: o material intelectual, que seria o ativo intangível identificável separadamente, e o capital, que é o conhecimento, e que conforme Stewart (1998) só terão relevância num contexto de estratégia, e para sua mensuração ser feita terá um processo mais complexo.

A principal diferença entre capital intelectual segundo Schmidt (2002) está na forma de mensuração dos mesmos, já que o valor do *goodwill* subjetivo é obtido pela diferença entre o valor econômico total do ativo e o seu valor contábil, ou seja, capacidade de gerar lucros que superem os custos, enquanto o capital intelectual é obtido pela diferença entre o valor de mercado das ações da entidade e o seu valor contábil. Outra diferença é que o capital intelectual não é registrado na contabilidade e suas avaliações são feitas por meio de indicadores e expostos por meio de relatórios ou notas explicativas enquanto o *goodwill* subjetivo é, muitas vezes, registrado como se *goodwill* fosse na combinação de negócios.

Os gastos com pesquisa também compõem essa expectativa de rentabilidade futura haja vista que são realizados em prol da criação ou melhoria de produtos tendo como consequência benefícios futuros para a entidade, tais como:

- (a) atividades destinadas à obtenção de novo conhecimento;
- (b) busca, avaliação e seleção final das aplicações dos resultados de pesquisa ou outros conhecimentos;
- (c) busca de alternativas para materiais, dispositivos, produtos, processos, sistemas ou serviços; e
- (d) formulação, projeto, avaliação e seleção final de alternativas possíveis para materiais, dispositivos, produtos, processos, sistemas ou serviços novos ou aperfeiçoados. (CPC 04, n. 55, 2010)

Ativos intangíveis resultantes de pesquisa não devem ser reconhecidos pois durante a fase de pesquisa a entidade não estaria apta a demonstrar a existência de ativo intangível como prováveis geradores de benefícios econômicos futuros. Por esse motivo, os gastos com pesquisa devem ser reconhecidos como despesa quando incorridos (CPC 04, n. 53-54, 2010).

Hendriksen e Breda (2007) afirmam que pelo viés do conceito de vinculação, os custos com pesquisa e desenvolvimento deveriam ser capitalizados e posteriormente amortizados enquanto aquele investimento inicial estiver gerando fluxos de benefícios econômicos para a entidade. No entanto, gastos incorridos para gerar benefícios econômicos futuros que não resultam na criação de ativo intangível (de acordo com os critérios de reconhecimento) costumam ser descritos como contribuições para o ágio derivado da expectativa de rentabilidade futura (*goodwill*) gerado internamente, o qual não é reconhecido como ativo porque não é um recurso identificável (ou seja, não é separável nem advém de direitos contratuais ou outros direitos legais) controlado pela entidade que pudesse ser mensurado com confiabilidade ao custo (CPC 04, n. 48-50, 2010).

4 Metodologia

Realizou-se um levantamento preliminar das fontes bibliográficas e posterior seleção das publicações que apresentam os métodos de mensuração dos ativos intangíveis, especialmente o *goodwill*. Em relação a técnica de pesquisa, pode ser caracterizada como um estudo de caso, já que apresenta teorias e abordagens da valoração dos ativos intangíveis para uma aplicação prática numa empresa específica.

Quanto à abordagem da pesquisa a análise dos dados considera aspectos quantitativos na mensuração dos intangíveis e qualitativos na seleção das variáveis e análise dos resultados.

Essa dupla abordagem é justificada por Walliman (2001) ao mencionar o pesquisador não é obrigado a fazer uma escolha entre as duas abordagens no projeto de pesquisa, e quando necessário pode-se mesclar aspectos quantitativos e qualitativos.

O presente estudo baseiou-se nos métodos de mensuração de avaliação dos intangíveis utilizados por Rover et al. (2009), em sua pesquisa intitulada “Operacionalização de Métodos de Mensuração de Ativos Intangíveis em uma Empresa do Setor Elétrico”, onde os autores apresentam nove métodos de mensuração dos ativos intangíveis, os quais serão tratados adiante.

Nesta pesquisa, a empresa escolhida para aplicação dos métodos de mensuração de avaliação dos ativos intangíveis foi a Totvs S.A., que é uma multinacional de software sediada no Brasil, controladora das marcas Microsiga, Datasul, RM Sistemas, Logocenter e Midbyte, também considerada a maior empresa do setor com sede em países emergentes.

A escolha dessa empresa levou em consideração que ela faz parte do índice *small cap* da Bolsa de Valores de São Paulo, sendo uma das empresas mais líquidas desse índice que é formado por empresas com menor valor de mercado e que possuem baixa ou média capitalização de mercado.

A Totvs S.A. além de ser uma das *small cap* mais líquida, apresenta uma das maiores participações do índice. Ao utilizar uma empresa com baixa capitalização de mercado e com liquidez menor do que as empresas que compõem os principais índices da Bolsa de Valores de São Paulo, a expectativa é demonstrar se este baixo nível de capitalização está alinhado com o valor do *goodwill* da empresa.

Os dados colhidos para realização desta pesquisa foram obtidos por meio das demonstrações financeiras da Totvs S.A., disponíveis no sítio da Bolsa de Valores de São Paulo referentes aos períodos de 2009, 2010 e 2011, todos encerrados em 31 de dezembro dos referidos anos.

No intuito de melhor demonstrar a mensuração do ativo intangível, Schmidt e Santos (2002), assim como Rover et. al (2009), condensam e apresentam os métodos mais conhecidos de avaliação do *goodwill* gerado internamente são: a) Método de Lawrence R. Dicksee; b) Método de New York; c) Método de Hatfield; d) Método do Valor Atual dos Superlucros; e) Método do Custo de Reposição ou Custo Corrente; f) Método do Valor Econômico; g) Método do Valor de Realização; h) Método do Excesso do Valor Econômico sobre o Valor Corrente; e i) Modelo Residual de Avaliação de Ativos Intangíveis.

4.2.1 Escolha de variáveis

As variáveis necessárias para operacionalização desta pesquisa, bem como os valores encontrados a partir dos dados dispostos nas demonstrações financeiras da Totvs S.A. nos anos 2009, 2010 e 2011, foram:

Tabela 1 – Dados da empresa

Variável	Símbolo	Valor
Lucro líquido	LL	R\$ 169.383 mil
Remuneração da administração	RA	R\$ 34.220 mil
Taxa de juros aplicável aos tangíveis	i	14,23%
Ativos tangíveis	At	R\$ 58.862 mil
Fator multiplicativo para obtenção do <i>Goodwill</i>	F	1,301
Lucro líquido (média dos últimos dois ou cinco anos)	LLm	R\$ 30.212 mil
Taxa de capitalização de lucros	J	6%
Duração dos lucros ou superlucros	t	15 anos

Fonte: Elaborado pelos autores.

O fator multiplicativo foi calculado dividindo o lucro do período analisado pela média do lucro líquido dos últimos dois anos, conforme apresentado na Tabela II.

Tabela 2 – Cálculo do Fator entre os anos 2009 e 2011

Totvs S.A.	F.M. *	LL 2011	Média LL (2009-2010)	LL 2010	LL 2009
	1,300825	169.383	130.112	137.528	122.896
* Fator Multiplicativo					

Fonte: Elaborado pelos autores.

A taxa de juros do imobilizado tangível considerada para os cálculos foi obtida calculando o ponto médio entre as taxas de descontos utilizadas no cálculo do fluxo de caixa das unidades geradoras de caixa que variam de 7,85% a 20,6% de acordo com informação da nota explicativa 12.2 Análise do valor recuperável dos ativos.

A taxa de capitalização dos lucros foi obtida de acordo com a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), cenário provável, nas operações de financiamentos do BNDES, conforme informado pela empresa na nota explicativa 22, letra “c”.

Schmidt et al. (2008) revela, que este é considerado por estudiosos como o mais antigo método de valoração de ativos intangíveis, sendo datado de 1897 e baseia-se na aplicação de um fator multiplicador sobre o lucro líquido corrente.

De acordo com Negra et al. (2004), uma das desvantagens deste método é que, sendo baseado no lucro líquido do período anterior à sua apuração, leva a distorções se as empresas apresentam variabilidade em seus resultados de longo prazo.

O método utiliza a seguinte fórmula:

$$G = [(LL - RA) - (i \times AT)] \times F$$

Onde:

G = valor do *goodwill*;

LL = lucro líquido;

RA = remuneração de administração;

i = taxa de juros aplicáveis ao imobilizado tangível;

AT = ativos tangíveis;

F = fator multiplicativo para obtenção do *goodwill*

Cálculo do Método de Lawrence R. Dickse

$$G = [(169.383 - 34.220) - (0,1423 \times 58.862)] \times 1,301$$

$$G = 164.931 \text{ mil}$$

Levando em consideração os dados apresentados nas demonstrações financeiras da empresa Totvs S.A. no período de 2009, 2010 e 2011, segundo o método de Lawrence R. Dickse, o valor do seu *Goodwill* é de R\$ 164.931 (cento e sessenta e quatro milhões, novecentos e trinta e um mil reais).

As principais limitações deste métodos segundo Schmidt et al. (2008) são: a) utilização do lucro líquido como base de mensuração invés do fluxo de caixa; b) não define como deve ser apurado o fator multiplicador para obtenção do *goodwill*; c) não define a taxa de juros aplicável ao ativo imobilizado tangível; e d) utilizando o conceito de lucro retido como fator fixo, o que condiz apenas com empresas com crescimento estável.

A fórmula de cálculo do método New York é praticamente a mesma do método de Lawrence R. Dicksee, diferenciando-se apenas pela alteração no lucro líquido que é substituído pela média dos últimos dois ou cinco anos:

$$G = \frac{[(LLm - RA) - (i \times AT)]}{F} \times$$

Onde:

G = valor do *goodwill*;

LLm = lucro líquido (média dos últimos dois ou cinco anos);

RA = remuneração de administração;

i = taxa de juros aplicáveis ao imobilizado tangível;

AT = ativos tangíveis;

F = fator multiplicativo para obtenção do *goodwill*.

Cálculo do Método de New York

$$G = [(130.212 - 34.220) - (0,1423 \times 58.862)] \times 1,301$$

$$G = \underline{113.977 \text{ mil}}$$

Levando em consideração os dados apresentados nas demonstrações financeiras da empresa Totvs S.A. no período de 2009, 2010 e 2011, apurando o valor do Goodwill pelo método de New York, chega-se a um valor R\$ 113.977 (cento e treze milhões, novecentos e setenta e sete mil reais).

De acordo com Schmidt et al. (2008), este método é datado de 1898, e por ser idêntico ao método de Lawrence R. Dicksee, as suas limitações também são similares as daquele este método.

Negra et al. (2004) diz que o método de Hatfield introduz a visão residual do *goodwill*, Este método é datado de 1904, e é o primeiro método de avaliação a utilizar a metodologia do valor presente líquido para obtenção do valor da empresa como um todo, e após a dedução do valor dos ativos tangíveis, o valor dos ativos intangíveis. (SCHMIDT ET AL., 2008).

A fórmula para obtenção do valor do *goodwill* é:

$$G = \frac{LL - RA}{j} - AT$$

Onde:

G = valor do *goodwill*;

j = taxa de capitalização de lucros;

RA = remuneração dos administradores;

LL = lucro líquido;

AT = ativo tangível.

Cálculo do Método de Hatfield

$$G = [(169.383 - 34.220)/0,06] - 58.862$$

$$G = \underline{2.193.855 \text{ mil}}$$

Levando em consideração os dados apresentados nas demonstrações financeiras da empresa Totvs S.A. no período de 2009, 2010 e 2011, o método de Hatfield revela um valor de *Goodwill* de R\$ 2.193.855 (dois bilhões, cento e noventa e três milhões, oitocentos e cinquenta e cinco mil reais).

Segundo Schmidt et al. (2008) as limitações de método são: a) utilização do lucro líquido como base de valor e não o fluxo de caixa; b) não define como deve ser calculada a taxa de capitalização de lucros; c) não define o critério de avaliação para os ativos tangíveis; d)

não define como será calculada a taxa de juros aplicável ao imobilizado tangível; e e) utilizando o conceito de lucro retido como fator fixo, o que condiz apenas com empresas com crescimento estável.

Segundo Schüter (2010), o defensor mais antigo deste método foi Percy Dew Leake, que considerou o decréscimo gradativo do excesso de lucros.

A fórmula utilizada pelo método é:

$$G = \sum_{t=1}^k \frac{LL_t - RA - i.AT}{(1+r)^t}$$

Onde:

G = valor do *goodwill*;

LL_t = lucro líquido no momento t, que seria decrescente;

r = taxa de desconto atribuída aos superlucros;

t = duração superlucros;

RA = remuneração dos administradores;

i = taxa de juros do imobilizado tangível;

AT = ativo tangível.

Cálculo do Método do Valor Atual dos Superlucros

$$G = [(169.383 - 34.220)/8.373]/(1+0,06)^{15}$$

$$G = \underline{52.905 \text{ mil}}$$

Levando em consideração os dados apresentados nas demonstrações financeiras da empresa Totvs S.A. no período de 2009, 2010 e 2011, pelo método do Valor Atual dos Superlucros, a empresa apresenta um *Goodwill* no valor de R\$ 52.905 (cinquenta e dois milhões, novecentos e cinco mil reais).

Negra et al. (2004) ressalta que este método apura o valor atual dos superlucros, não incluindo no cálculo o valor dos ativos intangíveis. Schmidt et al. (2008) apontam como limitação deste método as mesmas limitações dos métodos de Lawrence R. Dickesse, New York e Hatfield.

Schmidt e Santos (2002) dizem que este é um dos métodos mais utilizados como aproximação do valor econômico, para avaliação de ativos intangíveis, e é obtido através da fórmula:

$$G = I = \sum_{t=1}^n \frac{LL_t - PL_{cc}}{(1+R)^t}$$

Onde:

G = valor do *goodwill*;

LL_t = lucro líquido no momento t;

PL_{cc} = patrimônio líquido a custos correntes;

R = custo de oportunidade do investimento de igual risco;

t = duração do lucro.

Negra et al. (2004) menciona que este é considerado um processo misto, que consiste na mensuração do ativo total por seu valor econômico e respectivos valores pelo custo corrente. Segundo Schmidt et al. (2008) as limitações deste modelo são: a) a utilização do lucro líquido como base de mensuração em vez do fluxo de caixa; b) não define como deve ser calculado o custo de oportunidade do investimento de igual risco; e c) considera que o lucro cresce com uma taxa fixa, o que não é considerado por todas as empresas, somente para aquelas que possuem um crescimento estável.

Rover et al. (2009) ainda ressalta que este é um método de difícil operacionalização, pois as variáveis envolvidas não são facilmente identificadas.

Destacamos que não foi possível o cálculo do valor do *goodwill* para a empresa Totvs S.A., porque as demonstrações financeiras juntamente com as notas explicativas e relatório da administração não divulgam dados para os cálculos de todas as variáveis.

De acordo Schüter (2010) é caracterizado com o método ideal para avaliação dos ativos, no entanto é de difícil implementação, a autora ainda cita que o método foi descrito pelo professor Eliseu Martins em sua dissertação de mestrado no ano 1972.

É obtido pela fórmula:

$$A_i = \frac{V_t}{(1+j)^t} + \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+j)^t}$$

Onde:

A_i = valor econômico do ativo;

V_t = valor residual do ativo;

R = custo de oportunidade de empreendimento de igual risco;

R_t = resultado econômico produzido pelo ativo;

n = horizonte de tempo.

Schmidt et al. (2008) destacam como deficiência do método: a) utilização do resultado econômico como base de mensuração invés do fluxo de caixa; b) não apresenta a forma de cálculo do custo de oportunidade de empreendimentos de igual risco; c) considera que o lucro cresce a uma taxa fixa de juros, porém desconsidera que é este tipo de cálculo somente é razoável para empresas com crescimento constante; d) não contempla ativos tangíveis e intangíveis que não produz receitas atualmente; e e) é útil apenas para avaliar ativos tangíveis individualmente, mas não ativos intangíveis, pois estes não tem valor residual apreciável.

Destaca-se que não foi possível o cálculo do valor do *goodwill* para a empresa Totvs S.A., porque as demonstrações financeiras juntamente com as notas explicativas e relatório da administração não divulgam dados para os cálculos de todas as variáveis.

Negra et al. (2004) afirma que este modelo foi desenvolvido pelo professor Sérgio de Iudícibus, e trata o *goodwill* pelo seu valor líquido de realização, trazido a valor presente por uma taxa de retorno desejada.

O método utiliza a seguinte fórmula:

$$G = \left(\frac{L_i - (PL_0 \times R)}{1+j} \right) + \frac{(\dots + L_n - PL_{n-1} \times R)}{(1+j)^n}$$

Onde:

G = valor do *Goodwill*;

PL = Patrimônio Líquido em 2007;

R = Taxa de Retorno de um investimento de risco zero;

L_i = Lucro projetado para o período i – 2008;

j = taxa de retorno desejada.

Rover et al. (2009) destaca que a vantagem da utilização deste método está em calcular o *goodwill* ao longo da existência da empresa, e ainda diz que sua principal desvantagem figura-se na projeção do lucro e na forma da obtenção da estimativa num período de longo prazo.

Destacamos que não foi possível o cálculo do valor do *goodwill* para a empresa Totvs S.A., porque as demonstrações financeiras juntamente com as notas explicativas e relatório da administração não divulgam dados para os cálculos de todas as variáveis.

Rover et al. (2009) aponta como vantagem deste método a utilização do ativo a custos correntes, porém, acusa a complexidade do método como sua principal desvantagem, no que diz respeito a compreensão de cada variável, e que uma má interpretação pode causar distorções no valor apurado.

A fórmula utilizada por este método é:

$$EVE = \{[(Vt / (1+R)^t] + \sum_{i=1}^n [(Rt / (1+R)^t - Acc)]\}$$

Onde:

EVE = Excesso do Valor Econômico sobre o valor corrente;

Vt = Valor residual do ativo;

R = Custo de oportunidade de empreendimento de igual risco;

n = horizonte de tempo;

Rt = Resultado econômico produzido pelo ativo;

Acc = Ativo avaliado a custo corrente.

Destacamos que não foi possível o cálculo do valor do *goodwill* para a empresa Totvs S.A., porque as demonstrações financeiras juntamente com as notas explicativas e relatório da administração não divulgam dados para os cálculos de todas as variáveis.

Em sua tese de doutorado, Santos propôs uma nova metodologia de cálculo do *goodwill*, denominada de Modelo Residual de Avaliação de Ativos Intangíveis. Segundo Santos et al. (2007), a justificativa para a utilização do modelo residual de avaliação de ativos intangíveis é a de que, este método diferencia-se dos principais modelos propostos para avaliar ativos intangíveis, os quais utilizam como base de avaliação o lucro líquido e o modelo proposto utiliza o fluxo de caixa futuro a ser produzido pelos ativos.

A fórmula utilizada pelo método é:

$$AI = \sum_{t=1}^{t=n} \left(\frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}/(WACC - g_n)}{(1+WACC)^n} + AIcI + PC - ATcc \right)$$

Onde:

AI = valor dos ativos intangíveis;

AIcI = valor dos ativos intangíveis que encontram o critério legal e que não estejam produzindo receita, calculados pelo modelo de Black-Scholes;

ATcc = ativos tangíveis avaliados a custo corrente;

FCFFt = fluxo de caixa da empresa no ano t;

FCFFn = fluxo de caixa da empresa no ano n (período estável);

WACC = custo médio ponderado do capital (Kpl utilizando o CAPM);

WACCn = custo médio ponderado do capital em um estado estável;

PC = passivo circulante a valor de mercado;

Gn = taxa de crescimento no período de estabilidade.

Destacamos que não foi possível o cálculo do valor do *goodwill* para a empresa Totvs S.A., porque as demonstrações financeiras juntamente com as notas explicativas e relatório da administração não divulgam dados para os cálculos de todas as variáveis.

4.3 Avaliação da Totvs S.A. a valor de mercado

A determinação do valor de mercado da empresa Totvs S.A., posicionada em dezembro de 2011, é feita multiplicando a média ponderada de ações ordinárias da companhia, em 31.12.2011 pelo valor de fechamento da ação no último pregão do exercício de 2011 em que a ação tenha sido negociada.

A média ponderada das ações ordinárias da companhia pode ser obtida na nota explicativa número 26 e representa um total de 158.073 milhares de ações ordinárias. O valor de fechamento da ação, no último pregão do ano de 2011, em que a ação tenha sido negociada, que ocorreu no dia 29.12.2011, foi de R\$ 33,26 por ação ordinária, conforme apresentado no site da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).

Dessa forma, o valor de mercado da empresa Totvs S.A. em 31.12.2011 era de aproximadamente R\$ 5.257.508 mil.

5 Análise dos Resultados

A Tabela 3 foi elaborada pra apresentação dos valores obtidos através da operacionalização de cada método para avaliação do ativo intangível.

Tabela 3 – Resultados dos métodos de avaliação de ativos intangíveis

Método de avaliação de ativos intangíveis	Valor milhões de R\$
Lawrence R. Dicksee	164.931
New York	113.977
Hatfield	2.193.855
Valor Atual dos Superlucros	52.905

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os métodos, Custo de Reposição ou Custo Corrente, Valor Econômico, Valor de Realização, Excesso do Valor Econômico sobre o Valor Corrente e o Modelo Residual foram abandonados por falta de dados nas demonstrações financeiras da empresa Totvs S.A. que dessem condições para a obtenção de todas as variáveis. Pode-se observar que os valores diferem dentre os métodos utilizados, e dentre os métodos mais simples de utilização podemos citar Lawrence R. Dicksee, New York e Hatfield. Os outros métodos possuem um grau de complexidade maior, e suas variáveis são de difícil obtenção.

Comparando os valores encontrados através dos métodos expostos na Tabela III com o valor de mercado da empresa Totvs S.A., R\$ 5.257.508 (cinco bilhões, duzentos e cinquenta e sete milhões e quinhentos e oito mil reais) contra um patrimônio líquido de R\$ 749.867 (setecentos e quarenta e nove milhões e oitocentos e sessenta e sete mil reais), resulta em um valor de mercado de R\$ 4.504.641 (quatro bilhões, quinhentos e quatro milhões e seiscentos e quarenta e um mil reais) acima do valor contábil da empresa. Com estes resultados podemos afirmar que o método que mais se aproxima do valor do *goodwill* avaliado pelo mercado é o método de Hatfield que apresentou um valor de R\$ 2.193.855 (dois bilhões, cento e noventa e três milhões e oitocentos e cinquenta e cinco mil reais).

6 Considerações Finais

Os ativos intangíveis representam, no atual momento da evolução do conhecimento contábil, um dos assuntos mais pujante e rico em aspectos para a pesquisa. À medida que se entra no intangível e procura identificar, definir e mensurar os elementos do intangível percebe-se o quão sinérgico e intrincado eles se encontram.

A avaliação da empresa Totvs realizada no presente trabalho demonstrou como o mercado faz uma avaliação da empresa bem acima do seu valor contábil, considerando uma

expectativa de rentabilidade por parte das operações da empresa e seus ativos que não pode ser observada nas demonstrações financeiras. Assim, pode-se concluir que o goodwill gerado internamente, avaliado pelo mercado, representa aproximadamente 6 (seis) vezes o valor contábil da companhia., na situação específica.

A partir do presente trabalho, que não pretendeu esgotar o assunto, procurou-se esclarecer os conceitos básicos dos aspectos mais relevantes no tratamento intangível, deixando a sensibilização da dificuldade de se tratar o tema e o intuito de buscar, principalmente no campo da mensuração dos intangíveis, por meio de um caso prático, mais trabalhos sobre o assunto. Sugere-se a novos trabalhos, a possibilidade de aplicação do método de Hatfield em outras empresas do mesmo segmento de negócios para validar a evidência encontrada, ou mesmo a sua aplicabilidade em outros mercados.

Referências

ANTUNES, M. T. P; MARTINS, E. **Capital Intelectual: verdades e mitos**. Revista Contabilidade e Finanças - USP, São Paulo, n. 29, p. 41-54, mai/ago 2002.

ASSUNÇÃO, A. B. A. et al. **Ativo Intangível: Goodwill ou Capital Intelectual**. In: CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, 2., 2005, São Paulo. **Anais...** São Paulo:USP, 2005.

BARTH, M.E. et al. Brand values and capital market valuation. **Review of Accounting Studies**. Berkeley, vol. 3, p. 41-68, 1998.

BELEM, V. C.; MARQUES, M. M. **A influência dos ativos intangíveis na rentabilidade do patrimônio líquido das empresas brasileiras**. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 12., 2012, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2012.

BOVESPA. Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: <http://www. <http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 01 jul. 2012 e 05 jul 2012.

COMISKEY E.; CLARKE, J. E.; MULFORD, C. **Is Negative Goodwill Valued by Investors?** Accounting Horizons. Sarasota, vol. 24, n. 3, p. 333-353, 2010.

HENDRIKSEN, E. S.; BREDA, M. F. V. **Teoria da Contabilidade**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

IUDÍCIBUS, S. **Teoria da contabilidade**. 7ª ed. São Paulo : Atlas, 2000.

MONOBE, M. **Contribuição à Mensuração e Contabilização do Goodwill Adquirido**. São Paulo, 1986. Tese (Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

MACHADO, J. H.; FAMÁ, R. **Ativos Intangíveis e Governança Corporativa no Mercado de Capitais Brasileiro**. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 11. 2011, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2011.

MARTINS, E. **Contribuição à avaliação do ativo intangível**. 1972. 107. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 1972.

MARTINS, Eliseu. **Avaliação de Empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.

NEGRA, C. A. S.; et. al. **Discussão, Mensuração e Avaliação do Goodwill: Da Questão Teórica à Prática Empresarial**. Disponível em: < http://www.peritoscontabeis.com.br/trabalhos/goodwill_-cladea_e_17cbc.pdf>. Acesso em: 04 Jul. 2012.

RODOV, I.; LELIAERT, P. **FiMIAM: financial method of intangible assets measurement**. *Journal of Intellectual Capital*, Reino Unido, vol. 3, n. 3, p. 323–336, 2002.

ROVER, S. **Operacionalização de Métodos de Mensuração de Ativos Intangíveis em uma empresa do Setor Elétrico**. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 9. 2009, São Paulo. São Paulo: USP, 2009.

SALAMUDIN, N. et al. Intangible assets valuation in the Malaysian capital market. *Journal of Intellectual Capital*, Reino Unido, vol. 11, n. 3, p. 391-405, 2010.

SANTOS, J. L. et al. **Teoria da Contabilidade: introdutória, intermediária e avançada**. São Paulo: Atlas, 2007.

SCHLÜTER, M. S. **Estudo da Avaliação de Ativos Intangíveis**. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/25781>>. Acesso em: 01 Jul. 2012.

SCHMIDT, P.; SANTOS, J. L. **Avaliação de ativos intangíveis**. São Paulo: Atlas, 2002.

_____, P.; SANTOS, J. L.; FERNANDES, L. A.; GOMES, J. M. M.; MACHADO, N. P. **Modelo Residual de Mensuração de Ativos Intangíveis**. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade – REPeC*, v. 2, n. 2, art. 2, p. 18-37, ISSN 1981-8610, maio/ago. 2008.

SCOTT, W. R. **Financial accounting theory**. Toronto: Prentice Hall, 2007.

SMITH, M. **Research Methods in Accounting**. London: SAGE, 2003.

STEWART, T. A. **Capital Intelectual**. Rio de Janeiro: Campus, 1998.

WALLIMAN, N. Information, and how to deal with it. **Your Research Project a step-by-step guide for the first-time researcher**. London: SAGE, 2001.

WILSON, R. M. S.; STENSON, J. A. Valuation of information assets on the balance sheet: The recognition and approaches to the valuation of intangible assets. **Business Information Review**. Los Angeles, vol 25, n. 3, p. 167–182, 2008.