

Anabela Palmira Fontes Azevedo

Activos Intangíveis no Contexto da Avaliação de Empresas

Universidade Fernando Pessoa



Porto, 2013

Anabela Palmira Fontes Azevedo

Activos Intangíveis no Contexto da Avaliação de Empresas

Universidade Fernando Pessoa



Porto, 2013

Anabela Palmira Fontes Azevedo

Activos Intangíveis no Contexto da Avaliação de Empresas

Orientador: Professor Doutor Paulo Ramos

Co-orientadora: Mestre Maria Luísa Ribeiro

Dissertação apresentada à Universidade Fernando Pessoa como parte dos requisitos para obtenção do grau de Mestre em Ciências Empresarias.

Sumário

Já lá vai o tempo em que saber quanto vale uma empresa era apenas necessário quando se pretendia efectuar uma aquisição ou fusão, que ocorria com uma frequência relativa. Na última década, e um pouco por todo o mundo, tem-se assistido a movimentos de concentração de empresas. Paralelamente, os grandes grupos económicos desenvolvem estratégias de diversificação sectorial e geográfica. Deste modo processo de avaliação de uma empresa é de vital importância neste contexto.

Para um conhecimento mais aprofundado desta matéria, é sempre necessário ter presente que as empresas são constituídas por diversos tipos de activos. Em consonância com as actividades que desenvolvem estes activos são divididos e classificados em dois grandes grupos: tangíveis e intangíveis.

Este trabalho tem como objectivo o conhecimento de metodologias para mensuração dos activos intangíveis, no âmbito da avaliação da empresa.

Demonstra-se nesta investigação que múltiplos intangíveis contribuem e têm um impacto nos resultados das empresas. Foi também concluído que não existe consenso quanto ao método de valorização de activos intangíveis a utilizar.

PALAVRAS-CHAVE: Avaliação de empresas, activos intangíveis, método IAM®

ABSTRACT

It's has been a long time since companies only wanted to know its value when one acquisitions or mergers were considered which occurred with relative frequency in the past. In the last decade, and all over the world, one has observed a movement of concentration. Meanwhile, the big economic groups are developing strategies for sectorial and geographical diversification. In this context the evaluating process is of vital importance for a company.

For a deeper understanding of this issue it is always necessary to bare in mind that companies are made of different types of assets. Based on the type of work that they do they are divided and classified into two major groups: tangible and intangible.

This work aims to deeper the knowledge of methodologies for measuring intangible assets. It was found that intangibles play an important role in creating value in companies. This research also demonstrates that multiple intangibles contribute and have an impact on corporate results. It was concluded that no consensus was found on the method for the valuation of intangible assets.

KEY WORDS: Company valuation, intangible assets, method IAM®

DEDICATÓRIA

Aos meus Pais e irmãos pelo apoio de sempre.

Em especial ao meu companheiro António Tavares que caminha junto a mim dia após dia, sempre com o seu apoio incondicional.

AGRADECIMENTOS

Aos orientadores Professor Doutor Paulo Ramos e Mestre Maria Luísa Ribeiro, pela crítica, pelo apoio e ensinamentos que me prestaram, determinantes para a realização deste trabalho.

ÍNDICE

| | |
|---|-----------|
| SUMÁRIO | i |
| ABSTRACT | ii |
| DEDICATÓRIA | iii |
| AGRADECIMENTOS | iv |
| INDÍCE | v |
| INDICE DE FIGURAS | vi |
| INDÍCE DE TABELAS | vii |
| INTRODUÇÃO | 1 |
| <i>CAPÍTULO I – DEFINIÇÕES E CONCEITOS</i> | 7 |
| 1.1 INTRODUÇÃO | 7 |
| 1.2 ACTIVOS | 7 |
| 1.3 ACTIVOS TANGÍVEIS | 12 |
| 1.4 ACTIVOS INTANGÍVEIS | 14 |
| 1.4.1 CARACTERÍSTICAS ECONÓMICAS | 17 |
| 1.4.2 CLASSIFICAÇÃO | 19 |
| <i>CAPÍTULO II – VALORIZAÇÃO</i> | 23 |
| 2.1 INTRODUÇÃO | 23 |
| 2.2 A PROBLEMÁTICA DA VALORIZAÇÃO | 23 |
| 2.3 CONCEITO DE VALOR | 27 |
| 2.4 VALOR ECONÓMICO | 34 |
| 2.5 CRIAÇÃO DE VALOR | 37 |
| 2.6 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS | 40 |
| 2.6.1 AVALIAÇÃO PELO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO | 47 |
| 2.6.1.1 FREE CASH FLOW | 49 |
| 2.6.1.2 EQUITY CASH FLOW | 52 |
| 2.6.1.3 MODELO DE DESCONTO DE DIVIDENDOS | 53 |
| 2.6.1.4 LIMITAÇÕES AO MÉTODO DE FLUXOS DE CAIXA DESCONTADOS | 54 |
| 2.6.2 MEDIÇÃO DOS ACTIVOS INTANGÍVEIS | 55 |
| 2.7 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE ACTIVOS INTANGÍVEIS | 55 |
| 2.7.1 MODELO BALANCED SCORECARD | 64 |

| | |
|---|-----------|
| CAPÍTULO III – LIMITAÇÕES DA CONTABILIDADE NO TRATAMENTO DOS INTANGÍVEIS | 69 |
| 3.1 INTRODUÇÃO | 69 |
| 3.2 A IMPORTÂNCIA DOS ACTIVOS INTANGÍVEIS NO MUNDO ACTUAL..... | 69 |
| 3.2.1 DIFICULDADES EXISTENTES NA IMPUTAÇÃO DE DESPESAS A ACTIVOS INTANGÍVEIS | 70 |
| CAPÍTULO IV – METODOLOGIA IAM® | 75 |
| 4.1 INTRODUÇÃO | 75 |
| 4.2 OBJECTIVOS DO MODELO | 76 |
| 4.3 BENEFÍCIOS DO MODELO..... | 76 |
| 4.4 O MODELO IAM® | 78 |
| CONCLUSÃO..... | 97 |
| BIBLIOGRAFIA | 97 |

ÍNDICE DE FIGURAS

| | |
|--|----|
| FIGURA 1 – Tipos de Activos | 11 |
| FIGURA 2 – Activos Investidos e de Crescimento | 12 |
| FIGURA 3 – A Determinação do Valor da Empresa | 32 |
| FIGURA 4 – Valor Económico | 35 |
| FIGURA 5 – Fundamentos Teóricos na Avaliação de Empresa | 44 |
| FIGURA 6 – Avaliação de Empresas pelo Método de Fluxos de Caixa | 52 |
| FIGURA 7 – Diferentes Necessidades de Gestão em Contextos Económicos e Temporais Distintos..... | 67 |
| FIGURA 8 – Modelo Conceptual de Criação, Medição e Gestão de Intangíveis | 68 |
| FIGURA 9 – As Esferas da Economia Activa | 71 |
| FIGURA 10 – Reconhecimento de Activos Intangíveis | 74 |
| FIGURA 11 - Geração e Protecção de Valor Através dos Intangíveis..... | 77 |
| FIGURA 12 – Categorização da Metodologia IAM ®..... | 79 |
| FIGURA 13 – Categorização de Intangíveis, Método IAM® | 81 |
| FIGURA 14 – Principais Activos Intangíveis | 82 |
| FIGURA 15 – Balanço de Intangíveis | 83 |
| FIGURA 16 – Etapas de Implementação do IAM®..... | 84 |
| FIGURA 17 – Categorização de Activos Intangíveis..... | 85 |
| FIGURA 18 – Qualificar Activos Intangíveis..... | 86 |
| FIGURA 19 – Ativos Intangíveis Relevantes para a Estratégia e Sector da Empresa ... | 87 |
| FIGURA 20 – Objectivos do Atributo Experiência..... | 88 |
| FIGURA 21 – O Atributo Experiência Face à Concorrência | 89 |
| FIGURA 22 – Os Investimentos da Empresa nos Atributos de Experiência | 90 |
| FIGURA 23 – Análise da Performance da Empresa | 91 |
| FIGURA 24 – Modelo de Cockpit de Valor | 92 |
| FIGURA 25 – Modelo de Cockpit de Performance | 93 |

ÍNDICE DE TABELAS

| | |
|--|----|
| TABELA 1 – A Definição de Activo (s) | 9 |
| TABELA 2 – Comparação de Diversas Classificações de Activos Intangíveis | 20 |
| TABELA 3 – Detalhe da Proposta de Classificação dos Activos Intangíveis de Kayo et al. (2005)..... | 21 |
| TABELA 4 – Cálculo do EVA..... | 40 |
| TABELA 5 – Classificação de Alguns dos Principais Métodos de Avaliação de Empresas..... | 45 |
| TABELA 6 – Obtenção do <i>Free Cash Flow</i> | 50 |
| TABELA 7 – Obtenção do <i>Equity Cash Flow</i> | 52 |
| TABELA 8 – Métodos de Medição de Intangíveis por Ordem Cronológica | 57 |

INTRODUÇÃO

São complexas as mudanças empresariais que dinamizam as economias, com inúmeros movimentos económico-financeiros em que se efectuam transacções de natureza vária à escala mundial. Movimentos que ocorrem por diversos motivos, num ambiente muito competitivo: concentração de capitais, reestruturações e reorganizações patrimoniais.

É neste contexto de fusão e aquisição de empresas, que continuam a ocorrer nas mais diversas áreas de actividade e um pouco por todo o mundo, que os métodos de avaliação de activos são cruciais e devem ser objecto de reflexão.

Assim, alguns aspectos que têm impacto sobre o valor da empresa deverão ser tomados em linha de conta, em especial os de quantificação ou tradução económica difícil de obter, como é o caso da avaliação dos bens intangíveis.

Os activos intangíveis representam um papel importante e relevante no desempenho da economia das empresas. Actualmente, o real valor das empresas não é somente o que se encontra espelhado nos balanços (Domeneghetti e Meir, 2009).

JUSTIFICAÇÃO DO TEMA

Na última década, a atenção ao valor humano é um dos pilares da moderna gestão empresarial, depois de se ter verificado que nas duas décadas anteriores a presença humana praticamente tinha desaparecido devido aos grandes progressos tecnológicos e a uma maior eficiência das máquinas. Exemplo deste facto ó caso da “(...) Siemens mundial [que] vinculou ao capital intelectual entre 60% e 80% do valor agregado nos últimos três anos.” (Domeneghetti e Meir, 2009, p. 3)

Agora, os investimentos visam elevar a marca, o conhecimento e a capacidade de inovar e, neste sentido, o capital humano é uma importante vertente organizacional. Daí a importância dos activos intangíveis que estão presentes em todos os sectores. A avaliação destes activos é crucial face ao crescente aumento da sua importância e valor na composição do património das empresas. Neste cenário, levanta-se a questão da forma como as empresas devem tratar e alavancar os seus intangíveis. A este respeito, existe uma grande variedade de opiniões, sendo significativa a extensão das discussões, o que demonstra a existência de uma problemática real e de um vasto campo a ser estudado.

Assim, nos últimos anos, tem-se verificado que um número significativo de empresas incorpora um valor acrescido. Nas suas avaliações dos negócios, o mercado salienta nesse valor acrescido o peso dos activos intangíveis, como, por exemplo, o capital humano, as marcas, as patentes, a pesquisa e desenvolvimento, entre outros.

No que se refere à avaliação de empresas, existem vários estudos como Damodoran (2004), Neves (2002) e Brandão (2002) que são abordados detalhadamente no Capítulo II do presente trabalho, através dos quais se verifica que se tem dado bastante destaque à metodologia dos fluxos de caixa descontados (FCD).

É nos activos intangíveis que reside a grande dificuldade de avaliação. São factores imateriais, que contribuem para a produção de mercadorias ou serviços, dos quais são esperados benefícios para aqueles que os controlam ou possuem. Os intangíveis, justamente pela sua imaterialidade, são difíceis de medir e os resultados são muito incertos por dependerem de múltiplos factores, nomeadamente da sua identificação. O dilema basilar prende-se com os sistemas de medição já que não é possível medir fenómenos sociais atingindo resultados próximos da precisão científica.

Este assunto é de grande utilidade para quem pretende analisar uma empresa como um todo, tendo em atenção aspectos que nem sempre estão visíveis ou identificáveis numa primeira abordagem.

Um dos maiores problemas que a contabilidade enfrenta hoje é, concretamente, a correcta evidência e avaliação da totalidade dos activos intangíveis. Sabe-se que este problema decorre da dificuldade em identificar e avaliar individualmente os activos intangíveis e do peso de subjectividade inerente a essa identificação e avaliação Bandeira (2010). Como aferir o valor de uma marca, de uma patente ou do *goodwill*? E o capital intelectual, tão presente nas grandes empresas, e factor definitivo para a avaliação das mesmas, como se mede?

São perguntas que dificilmente têm uma resposta imediata, apesar dos muitos esforços para avaliar esses activos. No entanto, mesmo com poucos avanços por ora, é necessário que se continue a pesquisar, tendo em conta a participação crescente daqueles no valor das empresas, na era do conhecimento e da informação.

Os activos intangíveis têm vindo a revelar-se cruciais, nomeadamente como geradores de vantagens competitivas¹ para as empresas. Actualmente é unânime a opinião de que a sua importância tem aumentado, sendo muitas vezes a componente de maior valor daquelas. Contudo, estas, como salienta Bandeira (2010), desconhecem as potencialidades deste tipo de activos.

Pelo exposto acima, o tema escolhido tem relevância e interesse para diversos públicos-alvo, nomeadamente empresários, investidores, consultores e técnicos da área da contabilidade, da gestão e financeira.

¹ Vantagens competitivas – é um conceito desenvolvido por Michael Porter e que procura mostrar a forma como a estratégia escolhida e seguida pela organização pode determinar e sustentar o seu sucesso competitivo. Segundo Porter (*cit. in*, Schneider et al., 2008) existem dois tipos básicos de vantagem competitiva: a diferenciação pela via do custo, e dentro do âmbito competitivo a diferenciação através da construção de estratégias genéricas, sem perder o controlo e a coerência da cadeia de valor.

Através da cadeia de valores, a organização é dividida nas suas actividades básicas (I & D), produção, comercialização e serviço) o que facilita a identificação das fontes de vantagem competitiva. (Schneider et al., 2008)

OBJECTIVOS

De uma forma geral, quer por estar assim institucionalizado, quer por se tratar de uma medição menos subjectiva porque quantitativa, a atribuição de valor a uma empresa faz-se com base, sobretudo, em metodologias financeiras. Sendo estas, evidentemente, muito importantes no processo de avaliação, pretende-se neste trabalho efectuar uma pesquisa que contenha informação útil de modo a dar um contributo para perceber e estar na posse de todas os dados necessários que permitam ter uma visão global de uma determinada empresa, atendendo às questões mais pertinentes ou situações que estão em análise acerca da mesma.

Pela necessidade de encontrar novas respostas para a avaliação das empresas, baseadas também em prismas diferentes dos da contabilidade e dos de controlo interno como apoio à gestão, é de grande interesse a problemática abordada neste estudo.

Seria talvez mais fácil e seguro reconhecer o valor dos activos intangíveis, mesmo que apenas para uso da gestão, através de documentos extra-balanço.

Se as empresas identificassem os seus activos intangíveis, enumerando-os, organizando-os, esses poderiam servir como referência, e até como memória, relativamente àqueles, inclusive à sua propriedade.

O objectivo deste trabalho é abordar uma metodologia de informação dos activos intangíveis, não contabilística, e com esse conhecimento poder direccionar a empresa para a obtenção e sustentação de valor. Pretende-se pesquisar métodos que ajudem as empresas a identificarem, construírem valor e a tornarem-se mais competitivas através de uma eficiente gestão dos seus activos intangíveis.

METODOLOGIA

A metodologia utilizada na presente dissertação encontra-se numa ordem lógica que é dividida em fases distintas.

Inicia o trabalho com uma pesquisa documental, onde são caracterizados diversos conceitos, nomeadamente a de activos. Estes podem ser tangíveis, ou intangíveis., pelo que se efectua a respectivas definições. São os últimos o objecto de estudo, abordando-se as suas características. Prossegue-se com a explanação das avaliações de empresas e partindo-se de elementos financeiros, prosseguindo-se das limitações das mesmas, quando se pretende verificar o valor dos intangíveis.

Em seguida faz-se uma identificação dos métodos de avaliação de activos intangíveis relevantes, com a elaboração de uma lista, que cumpre assim, também um dos objectivos deste trabalho. Depois de abordados os métodos relevantes, é feita uma explanação mais pormenorizada de um dos métodos mais recentes colocados em prática num vasto universo de empresas.

É apresentado o método IAM® desenvolvido pela *DOM Strategy Partners* (2008), por este reunir conhecimentos de metodologias anteriores.

Por último, o estudo será encerrado através de algumas conclusões finais e com uma abordagem de possíveis estudos a serem realizados no futuro, dada a importância do assunto, necessitará de um estudo diferenciado.

ORGANIZAÇÃO DA DISSERTAÇÃO

Com base na metodologia escolhida, a estrutura da dissertação é organizado na expectativa de ser o mais claro e simples possível dentro da complexidade do assunto.

Inicia-se o trabalho, introduzindo-se a avaliação de empresas no contexto actual, abordando a contextualização no âmbito empresarial dos activos intangíveis. Aborda-se também as motivações que levaram à elaboração do mesmo.

No primeiro Capítulo, meramente teórico, aborda-se algumas definições pertinentes para iniciar o estudo nomeadamente a de activo intangível.

No segundo Capítulo aporta os diferentes métodos de avaliação de empresas, na generalidade, quer especificamente dos métodos de avaliação de activos intangíveis. Neste Capítulo encontra-se a parte mais densa do trabalho, pois é efetuada uma recolha de métodos de avaliação existentes.

O Capítulo terceiro é dedicado à observação das limitações da contabilidade, e das ferramentas tradicionais de medição quando se tratam de activos intangíveis.

O quarto Capítulo explana um dos mais recentes métodos de avaliação de activos intangíveis.

Finalmente são apresentadas as conclusões do trabalho.

CAPÍTULO I – DEFINIÇÕES E CONCEITOS

1.1 Introdução

Sendo o propósito deste dissertar sobre a avaliação de activos intangíveis, ao longo deste Capítulo é feita a conceptualização de activos, activos tangíveis e activos intangíveis.

1.2 Activos

Assim, pode-se definir o activo como o conjunto de bens e direitos colocados à disposição de uma entidade.

Para definir activo é também necessário relacioná-lo com eventos económicos reais, pois estes são uma das matérias-primas dos mapas contabilísticos e financeiros que contêm toda a informação útil às tomadas de decisão nas empresas.

Schmidt e Santos (2002) consideram os activos como os recursos controlados pela empresa capazes de gerar futuros fluxos de caixa.

Já segundo Hendriksen e Breda (1999) activos são potenciais fluxos de serviço, ou os direitos a benefícios futuros sob o controle da organização. Uma entidade utiliza-os geralmente para produzir bens ou serviços que atendam às necessidades dos clientes, que estão preparados para pagá-los, contribuindo assim para o fluxo de caixa da entidade.

A característica fundamental de um activo é a sua capacidade de prestar serviços futuros à entidade que o detém, ou que tem o seu controlo, por si só, ou conjuntamente com outros activos e factores de produção, que possam ter como retorno fluxos líquidos de entradas de caixa. Todo o activo representa, mediata ou imediatamente, directa ou indirectamente, uma promessa futura de caixa (Iudícibus, 2000). Nesta definição, quando se fala em controlo, engloba-se, além do controlo em sentido estrito, o conceito de posse e propriedade.

Contrastando as definições Hendriksen e Breda (1999) e Iudícibus (2000) verifica-se que os primeiros enfatizam o controlo como condição fundamental para a caracterização de um activo, ao passo que o segundo considera que para além do controlo é necessário verificar-se a posse. Neste contexto o normativo contabilístico português aproxima-se de posição de Hendriksen e Breda (1999) ao consagrar na sua Estrutura Conceptual uma das características qualitativas da informação financeira a fiabilidade, em que um dos seus atributos é o princípio da substância sobre a forma (SNC, 2009).

Assim, o princípio da substância sobre a forma encontra-se descrito no parágrafo §35 da Estrutura Conceptual do SNC e consiste no facto de que: “As transações e os acontecimentos devem ser contabilizados e apresentados de acordo com a sua substância e realidade económica e não meramente com a sua forma legal.”.

Importa ter, em primeiro lugar, um suporte conceptual que sirva de base para a reflexão acerca dos princípios subjacentes às práticas contabilísticas. A estrutura conceptual da contabilidade é um documento que formaliza e organiza um conjunto de conceitos e princípios de contabilidade, estando subjacente à preparação e comunicação financeira. É assim, considerado como o alicerce da ciência Contabilística. O processo de regulamentação dessa conceptualização iniciou-se há cerca de quatro décadas. Apesar do reconhecimento da sua importância, apenas recentemente houve progressos. Na estrutura conceptual da informação financeira², estão reflectidos diversos elementos e critérios, tais como os de mensuração³, reconhecimento de rendimentos, gastos, activos⁴ e passivos.

Foi nos EUA, através do *Financial Accounting Standards Board* (FASB), que surgiu o primeiro documento para criar esse suporte conceptual. Depois deste país, muitos outros seguiram idêntico caminho.

O *International Accounting Standards Board* (IASB) – criado no ano de 1973 com a designação de *International Accounting Standards Comitee* (IASC) foi criado depois do

² Estrutura conceptual de informação financeira consiste em pressupostos, princípios e definições que um grupo de profissionais (os contabilistas e financeiros) adopta para um trabalho conjunto.

³ Mensuração é o processo de determinar as quantias monetárias pelas quais os elementos das demonstrações financeiras devam ser reconhecidos e inscritos no balanço e na demonstração de resultados.

⁴ O custo é a quantia de caixa, ou seus equivalentes, pagos, ou o justo valor de outra retribuição dada para adquirir um activo no momento da sua aquisição ou construção, ou quando é aplicável a quantia atribuída a esse activo aquando do reconhecimento inicial de acordo com os requisitos específicos das Normas de Contabilidade e de Relato Financeiro

acordo estabelecido entre diversos países com o objectivo produzir normas de contabilidade para serem aceites e utilizadas a nível mundial.

Assim, ao longo do tempo, tem-se vindo a actualizar conceitos relacionados com contabilidade, adaptando-os e adequando-os ao contexto sócio-económico que pretendem representar. Esta evolução, em relação a activos, está traduzida no Tabela 1.

Tabela 1 – A Definição de Activo (s)

| | FASB (1986:§ 25) | IASB (1989:§ 49) | ASB ⁵ (1999: § 4.6) |
|------------|--|---|---|
| ACTIVO (S) | Benefícios económicos futuros prováveis obtidos ou controlados por uma entidade particular como resultado de transacções ou acontecimentos passados. | Recurso controlado pela empresa como resultado de acontecimentos passados e do qual se espera que fluam para a empresa benefícios económicos futuros. | Direitos ou outro acesso a benefícios económicos futuros controlados por uma entidade como resultado de transacções ou acontecimentos passados. |

Fonte: Branco (2006, p.61).

De acordo com a alínea a) do parágrafo 49 da Estrutura Conceptual do Sistema de Normalização Contabilística “(...) um activo é um recurso controlado pela entidade como resultado de acontecimentos passados e do qual se espera que fluam para a entidade benefícios económicos futuros” .

Entende-se que os benefícios económicos futuros, incorporados nos activos, são o potencial destes, potencial que contribuirão, de uma forma directa ou indirecta, para o fluxo de caixa e seus equivalentes.

Estes benefícios económicos futuros, incorporados nos activos, podem fluir para a entidade de diversas formas. Os activos são usados isoladamente ou em combinação com outros para a produção de bens ou serviços a serem colocados no mercado, trocados por outros activos, usados para liquidar um passivo, ou, por último, distribuídos aos proprietários da entidade.

⁵ *Accounting Standards Board* (sedeado no Reino Unido).

Os activos podem ter forma física, visível, sendo, neste caso, denominados tangíveis. Contudo, esta não é uma característica fundamental para a definição de activo, pois há activos intangíveis, que não têm forma física, como as marcas e patentes.

A par dos activos fixos⁶, há, igualmente, os direitos legais, bem como as dívidas a receber, que são activos mas não fixos. No entanto, também para serem considerados activos têm de gerar benefícios económicos futuros e a entidade ter controlo sobre eles.

Verifica-se uma evolução do conceito de activo, que deixa de se centrar no termo posse para estar relacionado com o conceito de controlo.

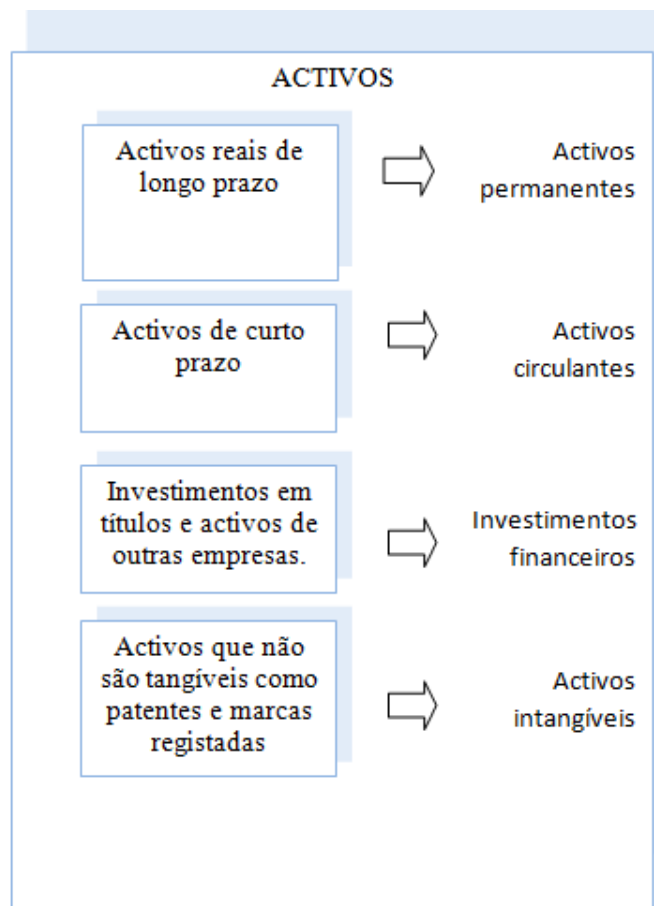
Também Damodaran (2004), numa óptica económico-financeira⁷, define activo como qualquer recurso que tem potencial de gerar fluxos de caixa futuros positivos ou de reduzir fluxos de saída de caixa futuros. Assim, pode ser considerado um activo todo o elemento, com ou sem natureza física, que seja controlado pela empresa e que lhe proporcione a possibilidade de obtenção de fluxos de caixa.

Os activos de uma empresa podem ser de diversas naturezas, nomeadamente de longo prazo, de curto prazo, investimentos financeiros e intangíveis, tal como se encontra evidenciado na Figura 1, que de seguida se apresenta.

⁶ Activo fixo ou activo imobilizado é o conjunto de bens e direitos, com carácter permanente, necessários à actividade de uma entidade (terrenos, edifícios, equipamento básico e equipamento de transporte entre outros).

⁷ Entende-se por óptica económico-financeira a perspectiva do capital e sua aplicação, que se refere à procura da economicidade dos meios e à capacidade de criar bens e serviços com o objectivo de gerar fluxos ou rendimentos de negócio, assim como prognósticos sobre o seu desempenho futuro. Esta análise pode ser feita através de um conjunto de instrumentos e métodos que permitem realizar diagnósticos sobre a situação financeira de uma empresa, com base na informação fornecida pelas Demonstrações Financeira, recorrendo-se a alguns indicadores, normalmente designados por rácios. Possibilita analisar a importância dos recursos económicos, a rentabilidade, o equilíbrio financeiro, a liquidez e a autonomia financeira.

Figura 1 – Tipos de Activos



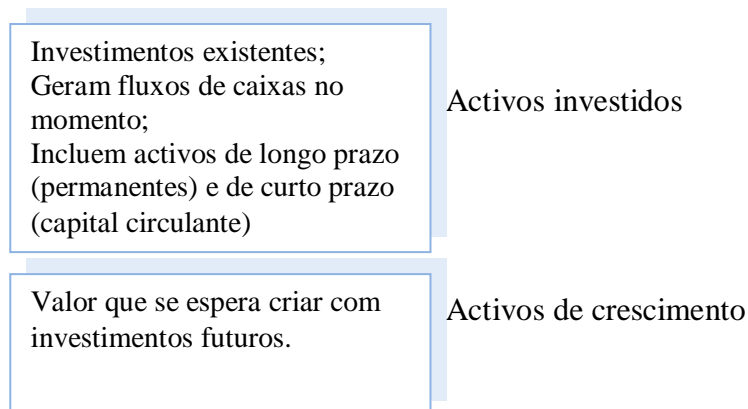
Fonte: Adaptado de Damodaran (2004)

Nos activos permanentes incluem-se os activos de longo prazo, tratam-se dos activos fixos já mencionadas anteriormente, nomeadamente terrenos, edifícios, equipamento básico e equipamento de transporte entre outros. Consideram-se activos circulantes ou de curto prazo todos os stocks, sejam de matéria ou de produto acabado, as contas de clientes e outros devedores a receber e os meios financeiros líquidos. Quando a entidade detém títulos de outras empresas, ou seja, participações no capital de outras empresas, estas são classificados como investimentos financeiros.

Finalmente, para o mesmo autor, há os activos intangíveis, que podem ser de natureza diversa, como marcas e patentes.

Importa ainda sublinhar que Damodaran (2004) afirma que é crucial, quando se analisa uma empresa, obter informação sobre os investimentos já efectuados, os activos investidos, bem como acerca dos investimentos a concretizar, os denominados activos de crescimento, cuja caracterização se apresenta na Figura 2.

Figura 2 – Activos Investidos e de Crescimento



Fonte: Adaptado de Damodaran (2004)

A classificação atrás apresentada, cai fora do âmbito contabilístico pois nenhuma das peças produzidas pela contabilidade pode fornecer esta informação, que é, sublinhe-se, de grande relevância para os utentes.

Todas as demonstrações financeiras elaboradas pela contabilidade são uma representação estruturada da posição e desempenho financeiro de uma determinada entidade que tem como objectivo proporcionar informação fiável, mas que recorre a dados históricos, ou seja, acontecimentos passados (Bastardo e Gomes, 1996).

1.3 Activos Tangíveis

Em 1 de Janeiro de 2010, entrou em vigor em Portugal, através do Decreto-Lei nº. 158/2009, o Sistema de Normalização Contabilística (SNC), substituindo o Plano Oficial de Contabilidade (POC). O SNC impôs as normas internacionais de contabilidade, nomeadamente a estrutura conceptual, as Normas Contabilísticas e de Relato Financeiro (NCRF) e as normas interpretativas. A norma que trata dos activos tangíveis é a NCRF 7 – Activos Fixos Tangíveis, que tem como objectivo estabelecer o

tratamento contabilístico (reconhecimento, mensuração, apresentação e divulgação) para os activos tangíveis de modo que todos os que necessitem de usar ou consultar as demonstrações financeiras as possam perceber da mesma forma.

Rodrigues (2010, p. 156), considera activos tangíveis os itens “(...) detidos para uso na produção ou fornecimento de bens ou serviços, para arrendamento a outros, ou para fins administrativos (...) [e que] se espera que sejam usados durante mais que um período.”.

Um activo fixo tangível somente deve ser reconhecido como tal se forem cumpridas em simultâneo duas premissas: a probabilidade de que fluam para a entidade benefícios económicos futuros e de que o custo do item possa ser mensurado em termos fiáveis.

Segundo a NCRF 7, um activo fixo tangível deve ser mensurado⁸ e registado pelo seu custo, o qual compreende:

- O preço de compra, incluindo os direitos de importação e os impostos de compra que não sejam reembolsáveis, após dedução dos descontos e abatimentos;
- Todo e qualquer custo realizado para colocar o activo num local com as condições necessárias para que o mesmo seja capaz de funcionar da forma pretendida;
- A estimativa inicial dos custos de desmantelamento e remoção desse activo, bem como do restauro do local onde o mesmo se encontra.

A entidade, após o reconhecimento de um elemento como activo fixo tangível, deve escolher o modelo de custo ou o modelo de revalorização, o qual tem que ser aplicado a uma classe inteira, ou grupos homogéneos, de activos fixos tangíveis.

⁸ Mensuração no reconhecimento é o momento de registo do activo fixo, que deve ser mensurado pelo seu custo. O custo de um item de activo fixo tangível é equivalente ao preço a dinheiro à data do reconhecimento SNC (2009).

Quando usado o modelo de custo, um activo fixo tangível deve ser escriturado pelo seu custo subtraindo qualquer depreciação⁹ acumulada e também qualquer perda por imparidade¹⁰ ao longo do tempo.

Quando é usado o modelo de revalorização, o activo, para ser mensurado com fiabilidade, deve ser escriturado por uma quantia revalorizada (o valor pelo qual um activo pode ser trocado num dado momento, isto é, o justo valor). A esta quantia revalorizada subtrai-se também qualquer depreciação e perdas por imparidade acumuladas. Ao longo da vida útil dos bens,¹¹ as revalorizações devem ser feitas com regularidade para assegurar que a quantia escriturada não difere materialmente daquela determinada pelo uso do justo valor à data do balanço

1.4 Activos Intangíveis

Após a definição de activo na generalidade, e em particular de activos tangíveis, apresenta-se de seguida a definição de activos intangíveis. Contudo não é uma tarefa fácil, uma vez que não é consensual dentro da literatura financeira, no entanto, vão ser analisadas as características que os compõem e procurar identificá-los.

A intangibilidade de um determinado bem, o facto de não possuir substância, não é condição para ele não ser considerado activo. Para ser considerado como tal, deve obedecer às mesmas regras válidas para todos os activos (ver pág.7). Tem havido um grande aumento do número de empresas cujo seu valor deriva de activos intangíveis. Muitas vezes esses intangíveis são invisíveis, como refere Damodaran (2009). Os investimentos nesses tipos de activos são tratados contabilisticamente como despesas operacionais, constituindo exemplo as despesas de investigação e desenvolvimento (I&D), prejudicando assim o resultado das empresas. Por conseguinte, constata-se que a intangibilidade é um desafio nesta era de mercados globalizados, altamente dinâmicos e passíveis de imitação. Passou a ser imperativo a capacidade das empresas em identificar, categorizar, qualificar e quantificar os seus intangíveis.

⁹ Depreciação é a imputação do custo decorrente do desgaste ou da obsolescência dos activos fixos tangíveis.

¹⁰ Verifica-se perda por imparidade quando um activo está escriturado por um valor superior à sua quantia recuperável. Se a quantia escriturada é superior à quantia a ser recuperada através do uso ou da venda do activo, esta diferença é descrita como uma imparidade (SNC, 2009).

¹¹ Vida útil é o período durante o qual uma entidade espera que um activo esteja disponível para uso.

A realidade é que os intangíveis afectam a performance e o fluxo de caixa das empresas.

Os activos intangíveis, ou invisíveis, segundo alguns autores, ou activos intelectuais, de acordo com outros, três de várias denominações dadas actualmente, formam, para Hendriksen e Van Breda (*cit. in* Perez e Famá 2006) uma das áreas mais complexas e desafiadoras da contabilidade e, provavelmente, também das finanças empresariais. Assim, Perez e Famá (2006, p. 13) consideram que

Parte dessa complexidade deve-se às dificuldades de identificação e definição desses activos, mas certamente os maiores obstáculos estão nas incertezas quanto à mensuração dos seus valores e à estimação das suas vidas úteis.

Schmidt e Santos (2002) referem a importância do conhecimento da origem da palavra intangível, que vem do latim *in-tangibile*, e, pelo prefixo de negação *in*, se contrapõe a *tangibile*, “que pode ser tocado, palpável”, adjectivo criado a partir do verbo *tango*, *tangere*, “tocar em”¹² Portanto, activos intangíveis são activos que não se podem tocar porque não possuem existência física.

Segundo Iudícibus (1997, p. 124), os activos intangíveis são “(...) activos de capital que não têm existência física e cujo valor é limitado pelos direitos e benefícios que, antecipadamente, sua posse confere ao proprietário”.

Quando geridos adequadamente, os activos intangíveis podem trazer diversas vantagens competitivas para as entidades que os detêm.

Tommasco et al. (2002) afirmam que as descrições feitas pelos principais organismos mundiais de normalização contabilística caracterizam activos intangíveis como fontes não físicas e não monetárias de prováveis lucros económicos futuros para a empresa (isto é, lucros que são resultado de eventos ou transacções passados).

Os mesmos autores também definem intangíveis como activos geralmente identificáveis, separáveis, que são não monetários e fontes de provável benefício futuro, sem substância física, adquiridos ou desenvolvidos internamente a partir de custos identificáveis e que resultam de transacções ou eventos passados, cuja propriedade ou

¹² Ver também Machado (1997) e Torrinha (1942).

cujo controle é exercido pela empresa. Têm vida finita e têm valor de mercado para além da entidade que os detém.

No entanto, a definição apresentada, para fins contabilísticos, pode ser restritiva quando uma empresa depende dos seus benefícios futuros esperados decorrentes de uma equipa de pessoas qualificadas, ou quando os intangíveis não são claramente identificáveis, o que torna difícil, problemático mesmo, satisfazer os requisitos apresentados naquela.

Definições mais amplas, especialmente concebidas para fins de gestão, têm sido sugeridas. Uma destas apresenta os activos intangíveis como “(...) recursos que não são visíveis no balanço, mas que agregam valor à empresa.” (Edvinsson *cit. in* Tommasco et al., 2002).

De salientar que na literatura sobre este assunto não é uniforme no que concerne à terminologia utilizada, pois se umas vezes as referências são feitas a activos intangíveis, outras são-no a activos do conhecimento.

De acordo com Lev (2001), na contabilidade é preferível o termo recursos intangíveis, o meio económico opta por activos de conhecimento e no meio dos negócios por capital intelectual.¹³

Lev (2001) descreve activo intangível como o direito a benefícios futuros que não possuem corpo físico ou financeiro. A principal singularidade desta definição é que a característica económica dos bens intangíveis tem a capacidade de gerar riqueza no futuro, que, em última análise, pode ser avaliada pelo fluxo de caixa descontado, a ver em detalhe no ponto 2.6.1.

A infra-estrutura organizacional de mercado (sistemas de informação, redes, estruturas administrativas e processos), conhecimentos técnicos, patentes, *software*, projectos, capital humano e marcas são exemplos de activos intangíveis que a descrição de Lev (2001) inclui. Esta definição é também mencionada no “Estudo sobre a medição de activos intangíveis”, realizado para a Comissão das Comunidades Europeias (2003, p.17), na elaboração do qual o referido autor participou.

¹³ Nota: é importante referir a confusão conceitual que existe a respeito dos termos intangíveis e capital intelectual, já que existem activos intangíveis que não pertencem ao capital intelectual, como por exemplo a fidelidade e a reputação (Villanueva, 2010).

Quando se analisa cada um dos exemplos acima citados, verifica-se que nem todos os activos intangíveis geram directamente fluxos de caixa, mesmo que sejam de grande relevância, como é o caso, por exemplo, dos recursos humanos. A propósito, refira-se que as pessoas, apesar de não serem posse das organizações, estão, contudo, ao dispor delas enquanto existe vínculo contratual. Assim, os recursos humanos são indiscutivelmente um factor intangível de competitividade. É por isso que são normalmente denominados por activos do conhecimento ou ainda capital intelectual.

No âmbito do SNC (2009), especificamente na norma NCRF 6, define-se intangível como um activo não monetário sem substância física, que:

- Deve ser identificável;
- Deve ter utilidade futura;
- Pode ser transferido separadamente; e
- Pode ser controlado.

As dificuldades inerentes à definição dos activos intangíveis estão na verificação de cada uma destas condições, e, conseqüentemente, na avaliação dos mesmos, como se verá mais à frente no ponto 3.2.1.

1.4.1 Características Económicas

Apesar das dificuldades acima apresentadas, existem determinadas características económicas que caracterizam e estão presentes nos diversos activos intangíveis, as quais ajudam o seu reconhecimento e conferem-lhe uma maior fiabilidade.

Assim, segundo Schmidt et al. (2006), apresenta-se de seguida as diversas características dos activos intangíveis presentes na vida de uma empresa do século XXI:

- Não concorrência e capacidade de escala. Os activos intangíveis são diferentes de outros activos pois têm a característica da não rivalidade, ou seja, podem ser usados em simultâneo. Como exemplifica Kayo et al. (2006, p. 116):

Uma máquina não pode fabricar dois produtos diferentes simultaneamente, assim como uma plataforma de petróleo não pode estar em dois locais ao mesmo tempo. A utilização dos activos intangíveis é limitada por sua capacidade de produção ou por outras limitações físicas.

O facto é que uma determinada utilização de um activo intangível não impede ou prejudica outros usos. Por exemplo, múltiplos utilizadores podem usar em simultâneo o mesmo *software*. Também o conhecimento necessário para desenvolver um activo intangível pode muitas vezes ser alavancado para produzir outros bens intangíveis. Isto confere mais vantagens à utilização destes. Por exemplo a empresa Apple detinha em Steve Jobs¹⁴, o seu maior activo, atendendo à força criativa que o caracterizava (Domeneghetti e Meir, 2009).

Os activos tangíveis apresentam retornos decrescentes de escala enquanto que, devido à sua propriedade de não rivalidade, os activos intangíveis oferecem retornos crescentes de escala, que são apenas limitados pelo tamanho do mercado.

- Efeito de rede. Este efeito ocorre quando o benefício de uma entidade, “(...) por estar na rede, aumenta conforme aumenta o número de participantes da rede.” (Schmidt et al., 2006, p. 132). Quando os benefícios da rede aumentam como consequência do crescimento desta e fala-se em *feedback* positivo, que proporciona situações em que podem emergir monopólios. Estas redes sustentam-se particularmente de informação e de conhecimento, sendo o suporte físico, que permite a existência de fluxos, cada vez menos importante. Os efeitos de rede são muito frequentes em mercados de *software* e telecomunicações. Importa realçar que é relevante sustentar o conhecimento que permite uma grande concentração de actividades económicas, e a Internet veio proporcionar o espaço adequado para a implantação e expansão dessas actividades. As redes são importantes pelo papel relevante que adquiriram na nova economia, na qual o conhecimento tem protagonismo e crescente valor económico. Lev (2001), refere que as redes são indissociáveis dos activos intangíveis relacionados com os produtos, ou serviços únicos, que estão protegidos pela propriedade intelectual.

¹⁴ Chief Executive Office (CEO)

- Dificuldades de gestão. Quando comparados com activos tangíveis, que podem ser, por exemplo, produtos, processos e actividades, os intangíveis são de difícil gestão e tratamento pela dificuldade de individualização e separação.
- Risco inerente (intrínseco). Decorre do facto de o investimento neste tipo de activos ser geralmente intenso nas fases iniciais (de descoberta) do processo de inovação. O percurso de inovação inicia-se com a descoberta e termina com a comercialização. É um processo contínuo de risco decrescente. Consequentemente, o nível de risco associado aos intangíveis é, normalmente, bastante superior ao associado à maioria dos activos físicos ou financeiros.
- Dificuldade de transacção. Esta característica deriva da nebulosidade dos direitos legais de propriedade, da dificuldade de previsão contratual abrangente de todas as eventualidades e da estrutura de custos dos intangíveis. A falta de existência de um mercado comparável dificulta a transacção, pelo carácter único de cada activo intangível.

1.4.2 Classificação

Os activos intangíveis são singulares, apresentando se acaba de verificar características distintas, em cada contexto. Assim, de seguida apresenta-se a classificação dos mesmos, segundo diferentes autores.

De acordo com Kayo et al. (2005), as primeiras propostas de classificação dos activos intangíveis remontam aos anos setenta. Vários autores apresentam várias classificações para estes activos. Segundo Anthony e Reece (1989), os activos intangíveis podem ser classificados como identificáveis ou não-identificáveis. Os que podem ser vendidos individualmente, como acontece com marcas registadas, patentes e licenças, são activos intangíveis identificáveis. Já a lealdade do cliente e a reputação de qualidade são intangíveis não identificáveis, pois não podem ser realizados sem transaccionar a empresa inteira.

Tal como referido anteriormente, na literatura económica existem várias propostas, de diversos autores, para uma classificação de activos intangíveis. No Tabela 2, é apresentada uma análise comparativa dessas várias definições.

Tabela 2 – Comparação de Diversas Classificações de Activos Intangíveis

| LITERATURA EXISTENTE | | | | | |
|----------------------|------------------------------|---|--|--------------------------|-----------------------------------|
| Stewart | Sveiby | Edvinsson e Malone | Barbosa e Gomes | Kayo | Brooking |
| Capital Humano | Competência dos Funcionários | Capital Humano | Conhecimento académico e tácito dos funcionários | Ativos Humanos | Ativos Humanos |
| Capital do Cliente | Estrutura Externa | Relacionamento com o cliente | Relacionamento com clientes, fornecedores e mercado de trabalho | Ativos de Relacionamento | Ativos de Mercado |
| Capital Estrutural | Estrutura Interna | Conjunto de processos produtivos e de prestação de serviços | Processos facilitadores de transferência e aquisição de conhecimento | Ativos Estruturais | Ativos de Infra-estrutura |
| | | Capacidade de renovação e desenvolvimento (R&D) | Capacitação em Pesquisa e Desenvolvimento | Ativos de Inovação | Ativos de Propriedade Intelectual |

Fonte: Adaptado de (Mello et al., 2010)

Atente-se no detalhe da categorização, com categorias que agrupam diversas subcategorias ou agrupamentos de activos intangíveis. Pode ver-se na tabela seguinte (Tabela 3) a abrangência da proposta de Kayo et al. (2005), com uma grande variedade de activos, e de forma exemplificativa, que é bem diferente da proposta de Sveiby (1997), que foi o precursor do balanço invisível.

Pelos motivos atrás referidos, analisa-se de seguida as categorizações propostas por Kayo et al. (2005) e Sveiby (1997).

Tabela 3 – Detalhe da Proposta de Classificação dos Activos Intangíveis de Kayo et al. (2005)

| Família | Alguns ativos intangíveis |
|--|--|
| Ativos Humanos | <ul style="list-style-type: none"> • conhecimento, talento, capacidade, habilidade e experiência dos empregados; • administração superior ou empregados-chave; • treinamento e desenvolvimento; • entre outros. |
| Ativos de Inovação | <ul style="list-style-type: none"> • pesquisa e desenvolvimento; • patentes; • fórmulas secretas; • <i>know-how</i> tecnológico; • entre outros. |
| Ativos Estruturais | <ul style="list-style-type: none"> • processos; • <i>softwares</i> proprietários; • bancos de dados; • sistemas de informação; • sistemas administrativos; • inteligência de mercado; • canais de mercado; • entre outros. |
| Ativos de Relacionamento (com públicos estratégicos) | <ul style="list-style-type: none"> • marcas; • logos; • <i>trademarks</i>; • direitos autorais (de obras literárias, de <i>softwares</i>, etc.); • contratos com clientes, fornecedores, etc.; • contratos de licenciamento, franquias, etc.; • direitos de exploração mineral, de água, etc.; • entre outros. |

Fonte: Kayo (2002, p. 19)

Sveiby (1997), pioneiro na investigação do tema, distingue, no balanço de uma empresa de recrutamento australiana, as partes visíveis e o património invisível – referindo-se aos activos intangíveis – que em conjunto compõem o valor total da entidade. Na continuação desta abordagem, e conforme evidenciado no Tabela 2, o referido autor considera três tipos de intangíveis, nomeadamente a estrutura externa, a estrutura interna e competência do pessoal:

1. Estrutura externa, abarca as relações da entidade com clientes e fornecedores e a reputação ou imagem junto destes. Algumas destas relações podem ser consideradas propriedade legal, mas o vínculo não é tão forte como no caso dos activos internos porque os investimentos não podem ser feitos com o mesmo grau de confiança. A parceria desenvolvida e a forma como as questões entre as partes são resolvidas influenciam o valor destes activos. No entanto, existe

sempre um elemento de incerteza. No que toca à reputação e a relacionamentos, podem ser bons ou maus, podem sofrer alterações ao longo do tempo. O valor de uma relação pode ser invisível, no início da mesma, no momento em que nasce, uma vez que esse valor não tem uma definição geralmente aceite e não é medido de acordo com um padrão. Mas esses inconvenientes não significam que seja impossível ou desnecessário medi-lo. Para o efeito podem ser utilizados indicadores indiciantes, por exemplo não é possível medir directamente a satisfação dos clientes, mas tal pode ser feito através do número de reclamações.

2. Estrutura interna, abrange uma ampla gama de conceitos, modelos e sistemas administrativos. Estes são criados pelos trabalhadores e são na sua esmagadora maioria propriedade da organização. A estrutura interna e o conjunto das pessoas constituem o que normalmente se chama "organização".
3. Competência do pessoal, que é a capacidade que as pessoas têm para agir em diversas situações. Inclui educação, experiência, valores, habilidades pessoais e sociais. As pessoas são os únicos e verdadeiros agentes nos negócios. Todos os activos e estruturas, de relações tangíveis ou intangíveis, são resultado da acção humana e dependem em última instância das pessoas para a sua existência continuada. A competência não pode ser propriedade da entidade, ou de alguma coisa, mas da pessoa que a possui.

Lev (2001) distingue empresas que utilizam intensamente activos intangíveis, denominadas intangível-intensivas, as quais apresentam um valor de mercado superior ao seu valor contabilístico. Por outro lado, aquelas que não possuem um alto nível de intangibilidade, o autor designa-as por tangível-intensivas. O autor Patrocínio (2007) utiliza a mesma distinção.

Existem ainda várias outras classificações, consoante as metodologias de avaliação, que vão ser abordadas no ponto 2.7.

Ao longo deste Capítulo, foram efectuadas considerações na base da conceptualização de activos, particularmente dos que são intangíveis. Estas considerações servem de referencial para a sua medição destes. No Capítulo seguinte é abordada a questão do valor e como pode ser auferido no contexto da avaliação de empresas.

CAPÍTULO II – VALORIZAÇÃO

2.1 Introdução

Neste Capítulo, são tratadas questões relacionadas com o valor. A sustentabilidade das empresas é cada vez mais efectuada através da consecução e em função da sua capacidade para criar valor. É feita uma abordagem acerca dos conceitos propriamente ditos, dado que o valor pode ser analisado sob diversas perspectivas, percorrendo desde o valor contabilístico até ao valor de mercado. Neste trabalho o foco é o valor económico e como pode ser auferido. Através dos métodos de avaliação de empresas, aqui tratados, também tem como objectivo a obtenção da medição do valor gerado pelas empresas, aportando as diversas metodologias disponíveis, embora a ênfase seja dada ao fluxo de caixa descontado, pois é tido como o método que melhor revela a capacidade de geração de riqueza.

Relativamente aos métodos de avaliação de intangíveis, a questão é bem diferente, pois não existe um método que reúna consenso relativamente a ser o que é mais adequada à sua utilização.

2.2 A Problemática da Valorização

Para realizar qualquer avaliação de uma empresa é essencial, em primeiro lugar, aferir o conceito correcto de valor. Todo o conceito tem o seu próprio conjunto de regras, muitas vezes esboçadas a partir de uma combinação de experiências e/ou práticas reguladoras que precisam de ser bem entendidas e compreendidas antes de qualquer exercício avaliativo.

Uma opinião acerca de uma valorização é sempre muito sensível à escolha do conceito de valor, o qual determina de forma decisiva suposições que podem ser feitas sobre qualquer transacção envolvendo os activos em análise.

É importante ter em conta que o conceito de valor utilizado na formação de opinião de valorização deve ser adequado à finalidade da avaliação.

Os métodos de avaliação de empresas indicam o valor de uma empresa para uma possível venda efectiva (presente ou futura), mas também podem apenas dar a conhecer os melhores caminhos para os próprios accionistas maximizarem valor. Daí que se evidencia a importância da gestão baseada no valor, a qual fornece conhecimento para a melhoria do desenvolvimento das estratégias em todos os níveis da organização. Muito já foi publicado sobre esta matéria, como é o exemplo de Neves (2002); Damodaran (1997) e Brandão (2002). No entanto, pretende-se aqui enunciar outras reflexões que permitam ao gestor (analista) um conjunto de informações que optimizem as suas decisões.

Independentemente do método utilizado na avaliação de empresas, este processo avaliador é sempre uma combinação de ciência e arte pois reúne experiência prática, teoria académica e bom senso empresarial.

Quando se trata de activos intangíveis, a avaliação é crítica, como afirma Frics (2003), porque depende de vários pressupostos fundamentais de exploração do activo em concreto. Estes podem ser resumidos num conceito de valor. A escolha do conceito de valor influencia a opinião acerca da avaliação, e, havendo julgamento, este deve ser exercido sobre a escolha dos pressupostos.

Isto significa que as suposições sobre a exploração, contêm em geral mais incertezas e mais risco do que o valor que é encontrado para os activos que têm bens comparáveis e dados sobre pontos de referência a partir de anteriores transacções, ou seja dados históricos.

Frics (2003) também refere que criar uma opinião acerca de uma avaliação e emitir um parecer de avaliação são feitas tendo como base os dados disponíveis sobre a entidade e o mercado. Um parecer de avaliação é um julgamento, sendo necessário empregar também algumas técnicas formais e métodos (apresentados no ponto 2.4) e uma apresentação adequada da opinião. Uma avaliação não tem uma receita porque cada caso tem elementos únicos.

Desta forma, há factores que limitam a análise, tais como: disponibilidade, actualidade, formato e integridade das informações. De acordo com Boff et al. (2006), embora todos os analistas devam ter como regra básica a informação de um mercado desenvolvido e eficiente, nem todos têm acesso às mesmas informações, simultaneamente e da mesma

maneira. Além dos factores limitadores acima referidos, também há diferentes interpretações, conforme o avaliador, para as mesmas informações, produzindo-se assim resultados diferentes.

A grande questão que se coloca é que avaliar significa apurar ou estimar o valor de determinada realidade/de determinada entidade. Trata-se de um processo que pode envolver um elevado grau de subjectividade pois é influenciado por diversos factores.

Na avaliação de empresas podem estar subjacentes inúmeros propósitos como, por exemplo, a aquisição ou venda de uma participação social ou da totalidade do capital social da empresa, análise de projectos de investimento, capacidade de gestão dos gestores, avaliação de estratégias, reestruturações, sucessões e divórcios. (Almeida, 2003)

Pelos motivos acima enunciados, pode depreender-se que o principal problema com os sistemas de medição advém de não ser possível medir fenómenos sociais com métodos próximos da precisão científica.

A avaliação de empresas depende de factores internos e externos. Como também foi anteriormente mencionado, o conhecimento e a obtenção de informação são de grande importância, nomeadamente informação com conteúdos económicos, políticas fiscais do governo e condições de mercado. Estes são factores que influenciam e sobre os quais é conveniente um conhecimento apropriado, para avaliação da sua preponderância a curto ou a longo prazo.

Entre as influências de longo prazo, destacam-se os gastos públicos e as políticas governamentais, pois alguns projectos de obras públicas impulsionados pelos governos podem sempre influenciar e valorizar certos investimentos produtivos. Por exemplo, a construção de aeroportos ou estradas pode melhorar as condições de mobilidade dos clientes e o próprio transporte de produtos.

Questões macroeconómicas¹⁵ também têm relevância na avaliação de empresas, assim como as políticas sociais. O ciclo económico vigente no momento da avaliação faz parte do enquadramento da mesma.

Faz parte da análise também a inserção sectorial da empresa, para se obter a percepção do seu posicionamento em relação à concorrência.

Segundo Famá (*cit. in* Torquato 2011), a avaliação de uma empresa é um processo complexo em função da grande quantidade de activos tangíveis e intangíveis que ela possui.

Para concluir, é necessário ter presente que o processo de avaliação não deixa de ser complexo, apesar de os métodos usados serem quantitativos, uma vez que as premissas subjacentes à sua aplicação estão sempre sujeitas a critérios subjectivos. Damodaran (1997) refere que as percepções que o avaliador trazer ao processo de avaliação acabarão por ser incorporadas no valor da empresa. O mesmo autor afirma ainda que não existe um modelo de avaliação considerado melhor ou mais adequado para um cenário específico. Será perda de tempo tentar fazer com que determinados activos encaixem num modelo de avaliação especificado previamente. Não há avaliações precisas.

Damodaran (2011) preconiza o recurso ao uso de modelos de avaliação nas tomadas de decisão sobre investimento. Ou seja, quando os activos estão subvalorizados ou sobrevalorizados, esta análise é baseada:

- Na percepção de que os mercados são ineficientes e há a probabilidade de cometer erros na apreciação do valor.
- Na suposição sobre como e quando essas ineficiências vão ser corrigidas.

¹⁵ A macroeconomia é uma das divisões da ciência económica dedicada ao estudo, medida e observação de uma economia regional ou nacional como um todo. Trata-se de um dos pilares do estudo da economia. Concentra-se no estudo e comportamento de uma economia. Os seus objectivos são principalmente: o crescimento da economia, o pleno emprego, a estabilidade de preços e o controlo inflacionário.

Para o autor citado, num mercado eficiente, o preço de mercado é a melhor estimativa de valor. A intenção de qualquer modelo de avaliação é assim a justificação para esse mesmo valor.

2.3 Conceito de Valor

Criar valor consiste na capacidade de gerar resultados, é a capacidade que uma empresa tem para criar riqueza. É o objectivo supremo da empresa, e principal responsabilidade dos gestores.

Tal como refere Neves (2002), o valor de uma empresa ou de um bem é o resultado do equilíbrio entre o montante que os compradores estiverem dispostos a pagar e o preço que os vendedores aceitem como preço de venda. Contribuem para esta avaliação não só factores objectivos, mas também fenómenos subjectivos e contingentes.

Existem diversas acepções para a palavra valor. Em termos económicos, fala-se normalmente em valor de troca: o que mede a quantidade de bens de troca (dinheiro), ou seja, a tradução económica para um determinado bem expresso em moeda, em que a expressão numérica é o preço.

A relação entre valor e preço, em termos económicos, é designado por valor de troca. Neste processo, segundo Damodaran (2009), os preços de mercado são estabelecidos pela oferta e pela procura. Este mecanismo de atribuição de preços pode variar de acordo com os diversos mercados, que podem ser contínuos ou de leilão. No primeiro caso, os preços são determinados no decorrer da negociação, à medida que compradores e vendedores submetem os seus pedidos. Este fluxo determina o preço. Se existem mais pedidos de compra do que de venda, o preço sobe para uniformizar os dois; mas se, pelo contrário, os pedidos de venda excedem os pedidos de compra, o preço desce. Num mercado de leilão, um leiloeiro coordena um leilão em determinados períodos no dia de negociação e estabelece um preço de compensação de mercado, tendo por base os pedidos agrupados no momento.

O valor de uma empresa dependerá da utilidade que trará ao indivíduo e do seu custo de obtenção. Esse valor pretende estimar o preço pelo qual comprador e vendedor vão intercambiar a propriedade. Assim, uma empresa tem diferentes valores para diferentes compradores e vendedores. Em função da necessidade que surja no processo de

valorização de uma empresa e da técnica que se aplique na avaliação, há diferentes conceitos de valor (Neves, 2002).

Para a determinação de valor de uma empresa existem actualmente diversos métodos, nomeadamente métodos de avaliação baseados no balanço patrimonial, na demonstração de resultados, no *goodwill*, no fluxo de caixa e na capacidade de criação de valor, entre outros.

A. Assim, começa-se por enumerar aqueles que têm como ponto de partida abordagens contabilísticas:

1. Valor contabilístico (ou *Book Value*).

Valor contabilístico é o valor patrimonial líquido da empresa. É calculado a partir dos registos efectuados na contabilidade, ou seja assenta em dados históricos. No entanto, devido à complexidade dos métodos contabilísticos (depreciação dos activos fixos, mudanças na legislação e imparidades, entre outros) pode induzir a erros de interpretação. O valor contabilístico corresponde ao valor do património, o mesmo é dizer que é igual ao activo menos o passivo, não representando assim o valor económico da empresa (Neves, 2002).

2. Valor contabilístico ajustado

Valor contabilístico ajustado é o valor contabilístico, após a adição ou subtracção de valores ao activo ou passivo contabilístico da empresa. Procura corrigir as deficiências no valor contabilístico, actualizando os valores dos activos. Por exemplo a adequação das reavaliações de um bem ao nível de utilização efectiva (Neves, 2002).

3. Valor patrimonial

Valor patrimonial é o valor do património líquido da empresa após a realização de uma reavaliação dos seus activos e passivos, decorrente das políticas contabilísticas adoptadas (Costa, 2001).

4. Valor intrínseco

O valor intrínseco representa o valor contabilístico corrigido segundo a avaliação ao justo valor. A noção de justo valor designa, segundo as Normas Internacionais de Contabilidade, a quantia pela qual um activo pode ser trocado, ou um passivo liquidado, entre partes conhecedoras e dispostas a efectuar essa transacção.

O justo valor distingue-se do valor realizável líquido. Enquanto o justo valor reflecte a quantia pela qual o mesmo activo pode ser trocado entre compradores e vendedores conhecedores e dispostos a isso, o valor realizável líquido refere-se à quantia líquida que uma entidade espera realizar com a venda de um activo no decurso ordinário da actividade empresarial (Martins, 2010). Damodaran (2011) também relaciona o valor de um activo com a sua característica intrínseca: a capacidade de gerar fluxos de caixa e o risco dos mesmos.

5. Valor substancial

Segundo Falcini(*cit. in* Müller e Teló, 2003) o valor substancial

(...) corresponde aos fundos que seriam necessários para a aquisição, dentro das condições normais, de todos os bens possuídos pela empresa, idênticos aos existentes.

Este valor corresponde ao somatório dos activos e passivos individualmente da empresa (incluindo os não contabilizados), utilizando um critério específico: preços históricos, preços correntes e justo valor, entre outros.

Para estimar este valor de uma empresa em funcionamento normalmente, é considerando, para os activos o seu valor intrínseco, adicionado daqueles elementos de exploração que permitem a empresa funcionar, nomeadamente activos intangíveis, como por exemplo o capital humano.

B. Determinação de valores que implicam informações extra-contabilísticas (mercado, sectoriais, económicas e políticas, entre outras.).

1. Valor de mercado

O conceito de valor de mercado tem por base a expectativa de que determinada coisa (bem) poderá vir a ser transaccionada, troca que será feita entre um comprador e um vendedor num mercado livre e competitivo. Este preço de mercado é sempre muito variável pois depende de factores internos, como a qualidade do produto, a sua organização interna e eficiência, mas também sofre influência determinante de factores externos, por exemplo a concorrência, a posição estratégica no mercado e a própria economia. Em última análise, está presente aqui o pressuposto de uma empresa ter capacidade de gerar rendimento, o que leva em conta o potencial de crescimento futuro. Este valor é determinado pelos fluxos de caixa que se espera que sejam gerados pelos activos da empresa, mas é preciso ter em conta a incerteza associada a esses fluxos de caixa. Sempre que surgem novas informações da empresa e ocorrem mudanças macroeconómicas, as expectativas de valor de mercado também mudam (Neves, 2002).

Acontece com alguma frequência acreditar-se que o valor de algo é aquele de que o próprio mercado informa, o que é um princípio aceitável, quando se está num determinado ambiente de muitos compradores (procura) e muitos vendedores (oferta). A tendência é que, neste caso, o preço seja bastante aproximado entre compradores e vendedores, o que é satisfatório para ambas as partes (Brandão, 2002).

2. Valor para o investidor

Contrariamente ao conceito anterior, as variáveis consideradas são apenas as que dizem especificamente respeito ao investidor, a avaliação é efectuada apenas com os seus cálculos. Estes casos ocorrem frequentemente quando uma empresa pretende adquirir uma outra do mesmo ramo de actividade, que tem em conta as sinergias que essa aquisição gerariam em termos de enriquecimento do seu portefólio, e

assim aumentar a massa crítica dos seus negócios. Um investidor nestas condições estaria em posição de atribuir um maior valor para esse negócio. (Neves, 2002).

3. Valor de continuidade, residual ou de liquidação, alienação

Refere-se ao valor da empresa no final do período de previsão aos primeiros anos de análise, em que a actividade da empresa é projectada de forma a apurar os dividendos, os lucros ou fluxos de caixa anuais. O valor de liquidação ou residual é o fluxo líquido que a empresa receberia se encerrasse o projecto hoje, com a venda de todos os seus activos e o pagamento de todas as suas obrigações. Como os recursos podem perder valor numa situação como esta, normalmente é uma avaliação do valor mínimo da empresa.

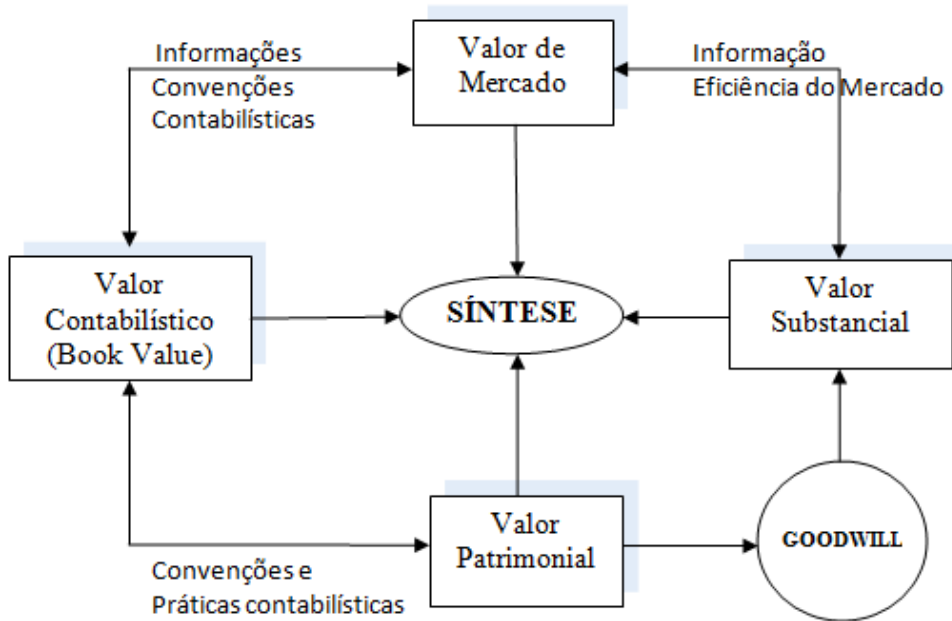
Há também o valor de alienação, que é o preço pago por quem fizer a oferta mais alta para esse investimento. No caso de se querer saber se uma empresa deve continuar com um projecto, liquidá-lo ou vendê-lo, tudo dependerá de qual dos três valores é o mais alto (Perez e Famá, 2004).

4. Goodwill

Goodwill é o valor que corresponde ao activo intangível que resulta de factores de valorização da empresa, que lhe são indissociáveis (nome, localização, carteira de clientes, produtos e serviços prestados, reputação, qualidade, entre outros), que a valorizam e não são separáveis dela. Este valor é apurado pela diferença entre o preço de transacção e o valor dos activos e dos passivos avaliados individualmente ao justo valor. Assim o *goodwill* contabilístico, representa o excedente de preço relativamente entre estes dois valores acima referidos (Neves, 2002).

Depois de expostos os principais conceitos de valor, apresenta-se de seguida na Figura 3, a relação entre alguns deles.

Figura 3 – A Determinação do Valor da Empresa



Fonte: Autor

Como se pode constatar, existem vários momentos ao longo de vida de uma empresa, nos quais se verificam diversos valores. No momento da aquisição de um activo, em que ele é registado, está-se na presença do seu valor contabilístico. Sempre que este valor sofre actualizações, na decorrência das políticas e consequente práticas contabilísticas (revalorizações), obtém-se um novo valor, que normalmente é superior ao contabilístico, o valor patrimonial.

Quando se tem em consideração a empresa na sua globalidade, o valor dos activos fixos actualizados mais o *goodwill* (já definido na página anterior), obtém-se o valor substancial, como se pode verificar pela definição deste (ver pág. anterior), o qual é maior do que os valores anteriormente referidos (o contabilístico e o patrimonial).

Se o mercado for eficiente, ou seja, quando o preço dos activos constitui uma boa estimativa do seu valor, o preço reflecte correctamente (totalmente e instantaneamente) todas as informações disponíveis no mercado.

Os activos de uma empresa valem em função do valor que conseguem gerar como caixa no futuro. É a partir do fluxo de caixa que são superadas as dificuldades existentes no lucro contabilístico, ficando retratado o potencial dos activos de determinada entidade (incluindo o *goodwill*). Em suma, o valor económico da empresa é igual ao valor presente dos fluxos de caixa, descontados a uma taxa que reflecta o risco associado aos projectos de investimento da empresa e ao mix do seu financiamento (Damodaran, 2004).

Assiste-se, nos dias de hoje, a uma grande transição devido à chamada *nova economia*. As profundas mudanças, que ocorreram nas últimas décadas, tornaram o ambiente económico mais competitivo e globalizado, modificaram o desenvolvimento tradicional da actividade produtiva. Uma das características que envolvem o actual mundo económico é a alta competitividade associado à globalização em que o objectivo principal é a criação de valor de cada organização.

O conceito de criação de valor é acompanhado por outra expressão, *sociedade do conhecimento*, que, por sua vez, também suporta e permite a criação de valor.

Segundo Campos (2002) as mudanças económicas actuais, consubstanciadas na economia do conhecimento, protagonizam a era dos intangíveis, as quais se concretizam numa combinação de cinco processos:

- Competitivo – gerar competências que facilitem a criação de vantagens competitivas sustentáveis, que permitam a formulação de estratégias de diversificação e de efectiva diferenciação.
- Espacial – refere-se à influência de uma maior internacionalização dos processos económicos, aos efeitos da globalização dos mercados.
- Tecnológico – dada a maior presença das Tecnologias de Informação e Comunicação (TIC) na actividade económica, os efeitos deste processo traduzem-se num desenvolvimento da sociedade em rede, e numa correcta adequação e gestão da inovação, aproveitando as suas vantagens para gerar estratégias de diversificação e diferenciação.

- Organizativo – processo que visa fazer face aos desafios da flexibilização e virtualização dos negócios e da administração, trata-se da organização da estrutura interna.
- Cultural – exige uma gestão que oriente as acções através de uma grande transculturalidade e de um alinhamento evidente com determinados valores e práticas provocadas pela globalização.

As organizações são capazes de usar o conhecimento, através de processos adequados, criar e desenvolver mais conhecimento, sendo este incorporado no seu processo de negócio, criando valor, que pode ser identificado e medido por bens ou recursos intangíveis.

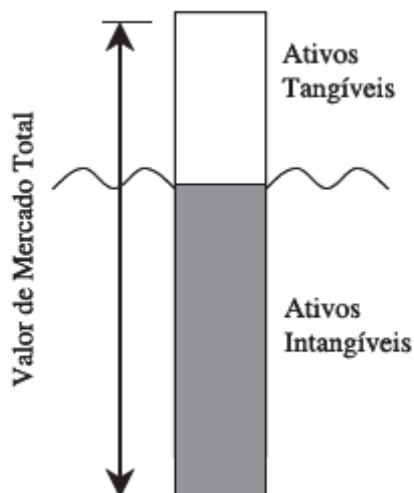
Por tudo o que foi referido, que o valor já não é só dado pelos cálculos efectuados e apresentados pelas peças financeiras da empresa.

2.4 Valor Económico

No propósito de encontrar a métrica mais adequada, e para estar de acordo com a teoria do valor, é abordado em seguida o instrumento mais divulgado e utilizado pelas empresas para avaliar e medir o valor económico.

O valor económico de uma empresa é um somatório de todos os seus activos, sejam eles activos tangíveis ou intangíveis, tal como se encontra evidenciado na Figura 4, que de seguida se apresenta.

Figura 4 – Valor Económico



Fonte: Stewart (2001, p. 13)

O valor dos activos tangíveis, dado pela soma do activo immobilizado e do capital de giro, pode ser de fácil aferição. Por outro lado, a valoração dos activos intangíveis é tarefa mais complexa.

Quando se trata de uma empresa, o valor económico tem que ser visto em duas vertentes. Dois aspectos devem ser levados em conta: o valor substancial e o valor de mercado.

O valor substancial, tal como foi definido anteriormente (ver pág. 29), é baseado no fluxo de caixa que um investidor espera receber no futuro. Nessa perspectiva, o método mais apropriado para avaliar uma empresa é o fluxo de caixa descontado, em que a taxa de risco está de acordo com ou é apropriada ao risco desse mesmo activo. Esta definição é partilhada por Damodaran (2011). O valor de um activo não é o que alguém entende que é merecido, mas mede-se em função dos fluxos de caixa esperados sobre esse activo.

O uso dos modelos de fluxo de caixa descontado é, de certa forma, um acto de fé, assim neste sentido Damodaran (2011) acredita que cada activo possui um valor intrínseco e tenta estimá-lo, olhando para os seus fundamentos. Como se chega ao valor intrínseco? Considere-se que o valor que seria anexado a um activo por um analista omnisciente (com acesso a toda a informação disponível) é um modelo de avaliação perfeito. Claro

que esse analista não existe, mas todos aspiram a estar o mais próximo possível desse analista perfeito.

De acordo com Copeland, Koller & Murrin (2002), o modelo de fluxo de caixa descontado é explicitado através da seguinte equação.

$$V_i = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FC_t}{(1+k)^t}$$

onde:

V_i = Valor intrínseco do activo ou da empresa

FC = Fluxo de caixa esperado para o período t

k = Taxa de desconto adequada ao risco do activo ou da empresa

t = Período correspondente ao fluxo de caixa

Em seguida, aborda-se o valor de mercado, tendo como base empresas de capital aberto.

Quanto ao valor de mercado de uma empresa, este já depende do preço das acções, ou seja, o valor a que estas são negociadas na Bolsa de Valores. Assim, o valor total da empresa corresponde ao somatório do valor de mercado das acções e do valor de mercado das dívidas financeiras, o que se pode traduzir matematicamente pela equação que de seguida se apresenta:

$$V_m = D_m + S_m$$

onde:

V_m = Valor de mercado da empresa

D_m = Dívidas financeiras a valores de mercado

S_m = Valor de mercado das acções (quantidade de acções * cotação da acção)

Teoricamente, e se o mercado for eficiente, o valor de mercado deverá ser equivalente ao valor substancial, o já que as acções deverão incorporar, ou nelas têm de estar contidas, todas as informações que fundamentam o valor substancial (Kayo et al., 2006):

Esta equivalência só não acontece, e não são raros os casos em que tal se verifica, em função da ineficiência dos mercados de capitais, muitas vezes como consequência da qualidade e actualidade da informação transmitida pelos gestores aos mercados.

Para simplificar, neste estudo assume-se que os conceitos de valor acima fundamentados são similares, e usar-se-á a terminologia de valor económico.

2.5 Criação de Valor

As exigências de um mundo globalizado, onde a competitividade é a palavra de ordem, fazem com que um número cada vez maior de empresas tenha sempre presente na sua gestão os principais factores de mudança, dos quais determinam a consecução das suas estratégias e acções produtivas, assim como a centralização na criação de valor.

Índices tradicionais são indicadores importantes para a avaliação das empresas, mas baseiam-se única e exclusivamente em dados contabilísticos. Não incluem a exigência de rentabilidade mínima sobre o capital investido para os accionistas, além de não retratarem o risco associado à incerteza dos resultados futuros.

De acordo com Denardin (*cit. in* Torquato 2011), as empresas procuram minimizar as deficiências desses indicadores clássicos, na busca pela eficiência, adoptando modelos de avaliação de desempenho baseados na criação de valor, que são capazes de sintetizar as medidas de rentabilidade, risco e custo de oportunidade para os accionistas.

É neste âmbito que surge uma ferramenta capaz de avaliar a criação de riqueza, o EVA¹⁶ (Economic Value Added), desenvolvido a partir de 1980 pela empresa de consultoria Stern e Bernnett, com sede em Nova Iorque.

O modelo de criação de valor a ser estudado é relativo ao conceito EVA, pois faz-se muito pouco uso de modelos não convencionais como o do lucro económico e o do valor de caixa adicionado. O estudo deve dar-se segundo o EVA, principalmente por ser o modelo aceite e citado por diversos autores Müller, e Teló (2003).

O conceito deriva da abordagem do lucro económico, a qual mede o valor criado num negócio num período de tempo, o qual é dado, sinteticamente, pela seguinte fórmula:

$$\text{Lucro económico} = \text{Capital investido} * (\text{Retorno sobre o capital investido} - \text{Custo do capital investido}).$$

EVA é o lucro operacional líquido de imposto menos o custo de todo o capital utilizado para que os lucros sejam produzidos (Neves, 2002).

Müller (2004, p. 24) afirma que:

O EVA é basicamente utilizado para calcular a riqueza criada num determinado espaço de tempo, procurando precisamente o cálculo da rentabilidade real de um capital aplicado.

Segundo a medida de valor adicionado, a administração de uma empresa está a criar valor quando os retornos obtidos superam todos os custos, inclusive o custo de capital próprio, de acordo com Peterson e Peterson (*cit. in* Torquato 2011). De salientar que o EVA é um indicador bastante abrangente, capaz de orientar uma completa gestão financeira, podendo ser o orientador de tomadas de decisões no âmbito da organização. Além de objectivos puramente financeiros, este indicador é capaz de produzir resultados intangíveis como a transformação da cultura organizacional e melhoria do ambiente de trabalho. Através de Pancher (*cit. in* Torquato 2011), pode-se constatar que são muitas as situações – além das financeiras – em que as empresas podem fazer uso da

¹⁶ Marca registada de propriedade da Stern & Stewart & Co.

metodologia do EVA como ferramenta de apoio às tomadas de decisão, como por exemplo:

- Avaliação de projectos de aquisições ou desinvestimentos;
- Estabelecimento de metas de criação de valor para o longo prazo;
- Programas de incentivo e desenvolvimento para executivos de acordo com a performance destes no que diz respeito à criação de valor para a organização;
- Controle e acompanhamento de desempenho;
- Planeamento de capital e afectação de recursos para projectos;

Esta abordagem acerca da metodologia do EVA é defendida como bastante abrangente, e contrapõe-se à visão de outros autores, nomeadamente Mota (*cit. in* Torquato, 2011) que entendem que o EVA é um conceito pouco operacional e que não traz vantagens relativamente a outras metodologias de avaliação do valor de uma empresa.

As grandes virtudes do EVA, tratadas por vários autores da área financeira, fazem ver a abrangência das variáveis da gestão, e da participação dos envolvidos (administradores) nos conceitos de criação de valor para o accionista. Os autores do modelo EVA recomendam-no como uma medida de *performance* da gestão. A expectativa e o crescimento futuro impulsionam os gastos com pesquisa e desenvolvimento, com marketing, bem como investimentos para a melhoria de desempenho, desenvolvendo habilidades para diferenciação de um produto (Torquato, 2011).

O EVA é o *cash flow*¹⁷ líquido disponível para os accionistas que excede o custo do capital aplicado.

No Tabela 4 apresenta-se a forma de cálculo para um determinado ano:

¹⁷ *Cash flow* é um indicador financeiro que mede os fundos gerados por uma empresa ao longo de um determinado exercício.

Tabela 4 – Cálculo do EVA

| | |
|---|---|
| + | Resultados líquidos |
| + | Despesas não monetárias excluindo Amortizações ¹⁸ |
| + | Despesas financeiras líquidas de Impostos |
| + | Dividendos preferenciais |
| + | Interesses minoritários |
| + | P & D (Pesquisa e Desenvolvimento) |
| - | (Activo Líquido + Pesquisa e Desenvolvimento Capitalizado) * Wacc ¹⁹ |
| = | EVA |

Fonte: Brandão (2002, p. 323)

Um conceito que está muito relacionado com o do EVA é o MVA (*Market Value Added*). Centra-se sobre o valor acrescentado. É um indicador que mede a criação de valor de uma empresa em relação aos recursos atribuídos ao negócio, em termos de mercado, ou seja, a diferença entre o valor de mercado da empresa e o capital investido pelos accionistas. O MVA mede a geração de valor de uma empresa em relação aos investimentos realizados (Brandão, 2002).

2.6 Métodos de Avaliação de Empresas

Tal como referido anteriormente, a medição de criação de valor, não deixa de ser também um método de avaliação. Assim de seguida são apresentados os métodos de avaliação de empresas, de uma forma geral, que estão disponíveis na literatura.

O aumento do número de empresas e organizações envolvidas numa multiplicidade de situações económicas e financeiras, nomeadamente compra, venda, cisões, fusões e incorporações, tem levado a que muitos administradores repensem os processos de avaliação dessas mesmas empresas, ponderando os métodos que existem e as exigências do mercado.

A avaliação de uma empresa é um processo complexo; embora todos os seus métodos sejam quantitativos, está sujeita a critérios subjectivos, em que a quantidade e qualidade

¹⁸ Onde se lê amortizações deve ler-se amortizações, depreciações e imparidades.

¹⁹ Wacc – *Weighted Average Cost of Capital*, pode ser traduzido por Custo Médio Ponderado do Capital. Trata-se da média ponderada do custo de financiamento do capital próprio e alheio.

das informações utilizadas são condições fundamentais para a elaboração de um bom trabalho. Este processo não é simples pois depende dos diversos objectivos com que é elaborado, assim como da diversidade dos métodos. E tudo depende ainda das peculiaridades de cada empresa, não se podendo generalizar uma determinada análise.

Existem disponíveis diferentes métodos e teorias de análise, que habitualmente são feitas, tendo em conta o imobilizado, a situação financeira e económica e o nível fiscal e legal. A literatura especializada afirma que não existe um modelo que se possa indicar como sendo o melhor, o ideal, ou o mais adequado para uso num cenário específico, tem que se ter em consideração as particularidades da entidade, como refere Eckert et al. (2011).

Há diversas classificações para as metodologias de avaliação de empresas, conforme os autores.

Apresenta-se de seguida a classificação proposta por Neves (2002), que se consubstancia em avaliação patrimonial, avaliação comparativa com o mercado, avaliação pelo rendimento actualizado, avaliação pela teoria das opções reais e avaliação regulamentar.

- *Avaliação patrimonial*: são considerados individualmente os valores dos activos e dos passivos da empresa, em que deverão ser também incluídos os activos não contabilizados. Determina o valor de um ponto de vista estático, não contempla a possível evolução da empresa no futuro e, conseqüentemente, não incorpora o conceito de valor do dinheiro no tempo (actualização do valor em relação ao momento actual). O valor apurado é o substancial, ou seja, o valor analítico de uma empresa, a partir da avaliação do valor de liquidação ou valor realizável, do valor contabilístico ou do custo histórico, do valor de substituição, ou do custo corrente e do valor de mercado ou do justo valor. Os modelos baseados no balanço patrimonial apresentam, em geral, valores para as empresas que não consideram qualquer relação com o seu valor de mercado.
- *Avaliação comparativa com o mercado*: tomam-se empresas concorrentes que estejam cotadas no mercado ou que tenham sido adquiridas e usam-se os preços de transacção como base comparativa com a empresa ou negócio que se está a avaliar. São utilizados diversos indicadores, nomeadamente o PER (*price to*

earnings ratio) – múltiplo dos resultados líquidos; o PBV (*price to book value*) – múltiplo do valor contabilístico; PS (*price to sales*) – múltiplo do volume de negócios; entre outros. Este método apresenta algumas dificuldades, pois depende da existência de outra empresa que possa ser comparável. Este método tem pormenores técnicos que exigem dos analistas profundos conhecimentos, porque os resultados obtidos são por vezes díspares, não havendo forma de testar a qualidade da informação. É frequente concluir que as empresas usadas para comparação não são comparáveis (Lemme, 2004).

- *Avaliação pelo rendimento actualizado*: segundo esta perspectiva de avaliação, referida por Neves (2002, p. 13):

(...) o valor da empresa é função dos rendimentos futuros que esta proporciona aos seus detentores, sendo esses rendimentos devidamente actualizados para o momento em que se efectua a avaliação.

Esta avaliação pode, contudo, relativamente à consubstanciação desses rendimentos, ter diversos enfoques:

- Os dividendos: cálculo do valor pela actualização dos dividendos futuros. Esta avaliação tem particular relevância para situações de “(...) participações minoritárias, pois o rendimento esperado pelos accionistas baseia-se nos dividendos e nas mais-valias produzidas pelo potencial crescimento (...)” (Neves, 2002, p. 13).
- As oportunidades de crescimento futuro: neste método, na realidade não só se atribui o valor com base nos dividendos, mas também é considerada a rendibilidade actual da empresa e as oportunidades de investimento no futuro.
- Os lucros: consiste na aplicação de um múltiplo aos resultados operacionais ou aos resultados líquidos. Este método não tem em consideração a necessidade de investimentos adicionais para manter o nível de resultados actuais, não sendo, por isso, um método aconselhado, como é referido por Miller e Modigliani (*cit. in* Neves 2002).

- Os lucros supranormais: é efectuada uma estimativa do rendimento exigido pelos investidores em que, através da comparação com o rendimento obtido, estima-se o valor criado face ao capital investido na empresa. Contrariamente a uma perspectiva tradicional, além do valor patrimonial, é necessário atender a outros factores que geram estes lucros. Este método é normalmente associado à existência de activos intangíveis, que representam um aumento de capacidade de rendimento, como é o caso das marcas, da localização da empresa, da carteira de clientes e do *know-how* da equipa humana, entre outros. Todos estes aspectos intangíveis são fontes potenciais de criação de riqueza. Também o EVA, mencionado anteriormente, é tradicionalmente conhecido por resultado supranormal ou resultado residual.

- Os fluxos de caixa: estimam-se os fluxos de caixa previsionais e estes são actualizados em relação ao custo do capital. Este é o método mais utilizado na avaliação de empresas, pelo que será abordado de forma detalhada mais à frente neste trabalho.

- *Avaliação pela Teoria das Opções Reais*²⁰: podem existir opções associadas à gestão dos activos e, conseqüentemente, o valor da empresa pode ser superior ao apurado por outros métodos. Reconhece-se a importância e o valor das opções em termos da flexibilidade que proporcionam e da redução do risco que permitem. Trata-se de uma óptica que pressupõe uma gestão activa. Esta metodologia utiliza dois modelos de avaliação: o binomial, e o Black e Scholes. O modelo binomial²¹ de avaliação de opções baseia-se num processo simplificado de formação do preço do activo. O modelo matemático

²⁰ Segundo Copeland e Antikarov (2003, p.5), “(...) uma opção é o direito, mas não a obrigação, de tomar uma acção (ex. adiar, expandir, contratar ou abandonar) a um custo predeterminado, chamado preço de exercício, durante um determinado período de tempo.”. As opções financeiras têm como activos subjacentes nomeadamente acções, obrigações e índices, entre outros, enquanto as opções reais têm subjacentes activos tangíveis, como por exemplo um projecto, uma unidade de negócio, uma fábrica, um imóvel, ou um produto.

²¹ No modelo binomial o tempo é uma variável discreta (variável que toma valores que podem ser contados), e em cada período de tempo o preço pode subir ou descer numa determinada percentagem.

desenvolvido por Black e Scholes, em 1973, que deram o nome ao mesmo, visa avaliar opções de compra europeias²², sem distribuição de dividendos.

- *Avaliação regulamentar*: é feita a partir de parâmetros definidos na legislação. Os casos em que a legislação pressupõe a avaliação estão previstos no Código Civil e no Código das Sociedades Comerciais. Estas avaliações têm as seguintes finalidades: a exoneração e exclusão de sócios, a amortização de participações sociais e a transmissão de partes sociais.

Na Figura 5, é apresentado um resumo das várias ópticas de avaliação de empresas. É incluída a *negociação*, que, não sendo uma técnica, é, contudo, fundamental para o estabelecimento de um preço.

Figura 5 – Fundamentos Teóricos na Avaliação de Empresas



Fonte: Neves (2002, p. 15)

²² As opções de compra europeias dão ao seu detentor o direito de exercer a opção de compra numa determinada data, ou seja não pode haver antecipação do exercício.

Conforme já mencionado e enunciado anteriormente, existem diversos métodos de avaliação de empresas, que variam de acordo com o propósito da avaliação, as especificidades da empresa avaliada e com a disponibilidade e confiança nas informações. De acordo com Martinez (1999, p. 3):

Na prática, usualmente o avaliador utiliza-se de vários métodos e pondera seu resultado para o caso concreto, chegando a um valor que represente a melhor estimativa possível do valor econômico da empresa.

Para Fernández (*cit. in* Eckert, 2011), os principais métodos de avaliação de empresas poderiam ser classificados segundo a divisão apresentada no Tabela 5.

Tabela 5 – Classificação de Alguns dos Principais Métodos de Avaliação de Empresas

| MÉTODO | Balanço Patrimonial | Resultado Económico | Goodwill | Fluxo de Caixa Descontado |
|--------|---|--------------------------------|---|---------------------------|
| MODELO | Modelo do valor contabilístico | Modelo do valor dos lucros | Modelo clássico | Fluxo de Caixa Livre |
| | Modelo do valor contabilístico ajustado | Modelo do valor dos dividendos | Modelo simplificado da União Europeia | Equity Cash Flow |
| | Modelo do valor de liquidação | Modelo dos múltiplos de vendas | Modelo dos peritos contabilísticos europeus | Capital Cash Flow |
| | Modelo do valor substancial | Outros modelos de múltiplos | | |

Fonte: Eckert et al. (2011, p.5)

Por seu lado, Damodaran (1997), divide em três grupos os vários modelos de avaliação de empresas:

1. Avaliação por fluxo de caixa descontado
2. Avaliação relativa
3. Avaliação de direitos contingentes

Esta classificação, apesar de estar simplificada, é bastante abrangente, porque contempla todos os modelos referidos nas classificações anteriores, com excepção do método patrimonial e do método regulamentar, que não são considerados por este autor.

A avaliação por fluxo de caixa descontado é tratada por Neves (2002) como um método que é incluído na óptica de rendimento (ver Figura 5).

A avaliação relativa referida por Damodaran (1997) é tratada por Eckert et al. (2011) e Neves (2002), como método do resultado económico e óptica do mercado, respectivamente.

A avaliação de direitos contingentes não é abordada por Eckert et al. (2011), mas é equivalente à abordagem por Neves (2002) segundo a óptica das opções.

Damodaran (1997) afirma ainda que existem alguns mitos relativamente à avaliação de empresas, que na realidade são equívocos quanto a esta, nomeadamente:

Mito 1: A avaliação é uma busca objectiva para o verdadeiro valor.

- a) A verdade é que todas as avaliações são tendenciosas. A questão é “quanto” o é e em que sentido.

Mito 2: Uma boa avaliação fornece uma estimativa precisa do valor.

- b) Não existem avaliações precisas.

Mito 3: Quanto mais quantitativo for o modelo, melhor a avaliação.

- c) A boa compreensão de uma determinada avaliação é inversamente proporcional ao número de entradas (“inputs”) necessárias para o modelo.

Copeland et al. (2002) sugerem uma sequência para o desenvolvimento do estudo de valoração de empresas, indicando cinco etapas:

1. Análise do desempenho histórico;
2. Estimativa do custo do capital;
3. Previsão do desempenho;
4. Estimativas do valor contínuo;
5. Cálculo e interpretação de resultados.

2.6.1 Avaliação pelo método do Fluxo de Caixa Descontado

Depois das considerações efectuadas anteriormente, em que foram brevemente descritos diversos métodos de avaliação, em seguida será visto mais pormenorizadamente o método de Fluxo de Caixa Descontado

Entre os modelos apresentados, o Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é tido como aquele que melhor revela a capacidade efectiva de geração de riqueza, principalmente porque considera os fluxos de caixa, que representam o futuro, ao invés de valores contabilísticos, que representam o passado.

Na avaliação pelo Fluxo de Caixa Descontado (FCD), parte-se do pressuposto de que o valor de um activo é o valor presente de todos os fluxos de caixa líquidos a serem recebidos ao longo da vida útil do mesmo activo.

Segundo a perspectiva de Damodaran (2004), o valor da empresa é determinado por quatro factores: capacidade de gerar fluxos de caixa a partir de activos já instalados; a taxa de crescimento desses fluxos de caixa; estimativa do tempo que a empresa demora a alcançar um crescimento estável e o custo do capital.

Damodaran (2004) também menciona que existe uma segunda forma de uma empresa efectuar a avaliação do seu património líquido, que consiste em verificar como o mercado está a avaliar empresas similares ou comparáveis, método que denomina de avaliação relativa.

Neste método é estimado o valor de um activo dando enfoque à comparação do preço de activos com uma variável comum, como os lucros, o valor contabilístico ou o volume de vendas.

Na abordagem do FCD, o valor da empresa é determinado pelos fluxos de benefícios projectados, descontados por uma taxa que reflecta o custo de oportunidade e os riscos associados ao investimento e ao mix de financiamentos.

Este modelo de avaliação pode ser analisado sob duas perspectivas: a da participação do accionista ou a da empresa como um todo. Esta segunda engloba, além da participação dos accionistas, a dos accionistas preferenciais e dos credores. Em ambas descontam-se fluxos de caixa esperados, mas em cada situação se utilizará os fluxos de caixa e a taxa de desconto adequada a cada caso.

Em resumo, tal como afirma Damodaran (2004, p. 611)

O valor de qualquer activo é uma decorrência dos fluxos de caixa gerados por esse activo, da vida do mesmo, do crescimento esperado nos fluxos de caixa, e do grau de risco associado a eles. Em outras palavras, é o valor presente dos fluxos de caixa esperados sobre esse activo.

O valor de um activo calculado através do método do fluxo de caixa descontado pode ser obtido pela seguinte fórmula:

$$VA = \frac{FCL(ano\ 1)}{(1+r)} + \frac{FCL(ano\ 2)}{(1+r)^2} + \frac{FCL(ano\ 3)}{(1+r)^3} + \dots + \frac{FCL(ano\ n)}{(1+r)^n}$$

genericamente,

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

FC^t = Fluxo de caixa no período t

r^t = Taxa de desconto estimada dos fluxos de caixa

n = Vida útil do activo

Sendo uma empresa um conjunto de activos, a equação acima pode ser usada para avalia-la usando os fluxos de caixa ao longo da sua vida e a uma taxa de desconto que reflecta o risco do conjunto dos seus activos.

O processo parece simples pelo facto da maioria dos activos da empresa serem conhecidos, pois foram criados por ela; tratam-se de activos já instalados. Mas existe uma outra componente significativa do valor da empresa que reflecte expectativas sobre futuros investimentos. Assim, é necessário não apenas avaliar os fluxos de caixa dos investimentos actuais, mas também deve ser estimado o valor esperado dos investimentos futuros, é por causa desta componente que este processo se pode tornar complexo.

2.6.1.1 *Free Cash Flow*

Uma empresa é composta tanto por investidores de património líquido como por detentores de obrigações²³. Os fluxos de caixa para a empresa devem ter em consideração estes dois tipos de detentores de direitos. Como afirma Damodaran (2004), o fluxo de caixa para a empresa deve ser o resultante após os impostos e todas e quaisquer necessidades de investimento terem sido satisfeitas.

Segundo o mesmo autor, este fluxo de caixa deverá ser equivalente aos fluxos de caixa antes do pagamento da dívida, mas posterior às necessidades de reinvestimento, e pode ser expressa de acordo com o Tabela 6.

²³ Obrigações são títulos representativos das dívidas de quem as emite. São um instrumento de financiamento que serve como alternativa ao recurso à banca ou à emissão de acções. O detentor do título, chamado de obrigacionista, fica credor da instituição emitente. Estas obrigações normalmente proporcionam aos seus titulares o recebimento de uma remuneração até ao vencimento, sob a forma de juros, em condições definidas na data da emissão, para além do seu capital.

Tabela 6 – Obtenção do *Free Cash Flow*

| | |
|---|--|
| + | EBIT ²⁴ |
| - | Impostos sobre EBIT |
| = | EBIT após Impostos |
| + | Amortizações do exercício |
| + | Outras custos que não sejam despesas (variação de Imparidades) |
| = | <i>Cash Flow</i> Bruto |
| - | Acréscimos de Stocks |
| - | Acréscimos de Créditos de Curto Prazo |
| + | Acréscimos dos Débitos de C. Prazo (excluindo financiamentos) |
| - | Investimentos em Capital Fixo |
| - | Variação Positiva nos Outros Activos Afectos à Exploração |
| = | <i>FREE CASH FLOW</i> |

Fonte: Brandão (2002, p.320)

O fluxo de caixa para a empresa é actualizado para o valor presente através do *Wacc* que traduz o custo médio ponderado de capital. Segundo Martins et al. (2008), este modelo pressupõe que o *Wacc* seja constante durante toda a existência da entidade. Importa ainda referir que para o cálculo do *Wacc*, os capitais a serem ponderados devem incluir o capital próprio e alheio e os seus pesos relativos na estrutura de financiamento.

Valor da Empresa =

$$\sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{CF \text{ da Empresa}^t}{(1 + Wacc)}$$

Onde,

CF da empresa = valor do fluxo de caixa para a empresa esperado para $t= 1,2,\dots$

Wacc = Custo Médio Ponderado do Capital (*Weighted Average Cost of Capital*)

Presume-se que os fluxos de caixa irão crescer, infinitamente (porque as empresas não têm vidas finitas), a uma taxa de crescimento constante. Damodaran (2004, p.619) coloca algumas restrições quanto a este crescimento, ao considerar que

²⁴ EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*), traduzido para o português como Resultados antes de Encargos Financeiros (pagamento de juros) e Impostos, também designado por resultado operacional.

Como nenhuma empresa pode crescer para sempre a uma taxa mais alta do que a taxa de crescimento da economia na qual opera, a taxa de crescimento constante não pode ser maior do que a taxa de crescimento global da economia. Essa taxa de crescimento constante é chamada de taxa de crescimento estável.

A taxa que o mesmo autor recomenda é aquela que resulta da relação entre as taxas de crescimento e de reinvestimento:

$$\text{Taxa de reinvestimento estável} = \frac{\text{Taxa de crescimento estável}}{ROC}$$

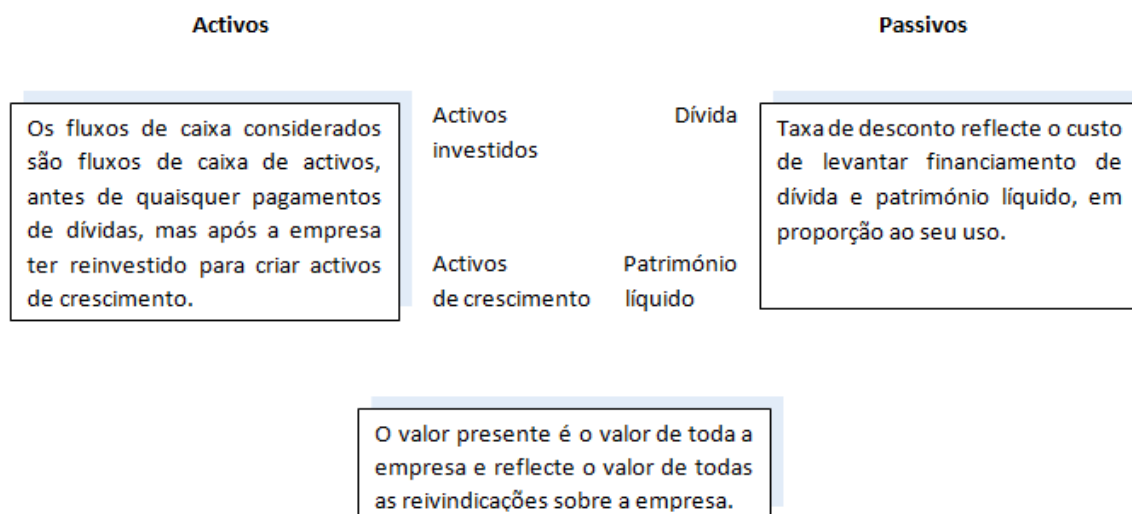
ROC = retorno do capital que a empresa pode sustentar em crescimento estável.

Quando este ROC for igual ao custo do capital, então, será igual ao *Wacc*.

O reinvestimento é feito em todos o tipo de activos, incluindo nos de crescimento. Medidas contabilísticas do valor dos activos de crescimento são na maior parte das situações inexistentes, porque a contabilidade não os contempla, devido ao conservadorismo inerente aos princípios e medidas contabilísticas. Damodoran (2004) afirma que a teoria que defende que activos intangíveis já incluem os activos de crescimento pode ser refutada por diversas razões. Apesar de as marcas e patentes poderem ser registadas e ser ingredientes para gerar crescimento futuro, não são, no entanto, os únicos. Há ideias ou produtos de diversos sectores que não podem ser patenteados, apesar de serem capazes de gerar alto crescimento e terem activos de crescimento, pois os princípios contabilísticos “(...) não fornecem orientação alguma sobre o valor de activos de crescimento (...)”, conforme afirma Damodoran (2004, p.86). Destaque-se, por exemplo, as patentes concedidas aos sectores farmacêutico e biotecnológico, que estão na origem de crescimentos futuros.

Neste sentido, atente-se na Figura 6, que resume o processo de avaliação de empresas, através do qual se avalia não só o património líquido do investimento, mas também o próprio investimento.

Figura 6 – Avaliação de Empresas pelo Método de Fluxos de Caixa



Fonte: Damodaran (2004, p.124)

2.6.1.2 *Equity Cash Flow*

Neste método permanece basicamente o mesmo tipo de avaliação do fluxo de caixa da empresa acima descrito. A diferença fundamental é que aqui os fluxos de caixa representam o remanescente após pagamento de dívida (que inclui a própria dívida e os juros) e de activos, o que pode ser calculado como de encontra evidenciado no Tabela 7

Tabela 7 – Obtenção do *Equity Cash Flow*

| | |
|---|---|
| + | Lucro líquido |
| - | (Despesas de capital – depreciação) |
| - | Variação no capital de giro não monetário |
| - | Pagamento da dívida |
| + | Novas emissões de dívida |
| = | FLUXO DE CAIXA LIVRE DO PATRIMÓNIO LÍQUIDO |

Fonte: Damodaran (2004, p.629)

Ao contrário do que acontecia no *Free Cash Flow*, em que na taxa de desconto entrava o custo do capital²⁵, na aplicação deste método essa taxa é o custo do património líquido, por se tratar de fluxos de caixa para os investidores em acções.

A taxa de crescimento esperado é relativo ao lucro líquido por acção e não ao lucro operacional (Damodaran, 2004).

2.6.1.3 Modelo de Desconto de Dividendos

No modelo de desconto de dividendos, que é o modelo de fluxos de caixa descontados utilizado há mais tempo, o valor do investimento é o valor presente de todos os dividendos futuros esperados, trazidos para o presente pela taxa do custo do capital próprio. O único fluxo de caixa que um investidor em acções ganha, numa empresa de capital aberto, são os dividendos (Damodaran, 2004).

Neste enfoque está implícito o pressuposto de que as empresas distribuem os seus fluxos de caixa do património líquido como dividendos, o que nem sempre acontece e constitui uma limitação a este modelo em particular.

Damodaran (2004) apresenta quatro versões diferentes deste modelo. A partir da versão inicial de Gordon foram desenvolvidas as demais com base em diferentes hipóteses de crescimento futuro:

- Modelo de Crescimento de Gordon. É utilizado para avaliar empresas com crescimentos estáveis.
- Modelo de Desconto de Dividendos em duas Fases. Prevê a existência de uma fase de crescimento alto inicial e, posteriormente, de uma fase de crescimento estável que permanece a longo prazo.

²⁵ Custo do capital pode ser definido como o preço que a empresa paga pelos fundos obtidos junto das suas fontes de capital. Serve de referência no processo de tomada de decisões porque está associada ao retorno que determinado investimento deve proporcionar. (Damodaran, 2004).

- Modelo H para a Avaliação do Crescimento. Contrariamente ao modelo anterior, a taxa de crescimento inicial diminui linearmente ao longo do tempo até ser uma taxa de crescimento estável.
- Modelo de Descontos de Dividendos em Três Fases. Admite a existência de um período de crescimento elevado inicial, uma fase de transição com crescimento menor e uma fase final com crescimento estável.

Em qualquer um dos modelos a relação entre o valor da empresa e o risco associado à mesma é determinado através da taxa de retorno r .

2.6.1.4 Limitações ao Método de Fluxos de Caixa Descontados

Em diversas situações, esta abordagem pode tornar-se inexecutável, com cenários em que as empresas não apresentam fluxos de caixa positivos, ou que não possam ser estimados com algum grau de confiabilidade.

Segundo Damodaran (*cit. in* Martins et al. 2008) os casos em que o modelo poderá encontrar dificuldades e necessitar de adaptações são:

(...) empresas em dificuldades; empresas cíclicas; empresas com ativos não utilizados; empresas com patentes ou opções de produtos; empresas em processo de reestruturação; empresas envolvidas em aquisições; empresas de capital fechado.

Nos casos em que ocorram as circunstâncias acima citadas, esta metodologia necessitará de ajustes para não distorcer a avaliação. São casos particulares em que se torna difícil estimar fluxos futuros.

No caso de empresas em dificuldades os ajustes devem ser feitos tendo a conta a possibilidade de estas entrarem em insolvência. Quando as empresas em análise são de capital fechado, torna-se difícil a avaliação do risco porque a maioria dos modelos de risco ou retorno exige que os parâmetros de risco sejam estimados a partir de preços históricos do activo em questão (Brealey e Myers, 1998).

2.6.2 Medição dos Activos Intangíveis

Depois de se ter passado em revista os métodos de avaliação de empresas – que têm como base dados que resultam do tratamento da informação e consequente elaboração de peças financeiras, que são as ferramentas fundamentais, para a consecução da elaboração das referidas avaliações – de seguida é abordada a temática da mensuração dos activos intangíveis, com menção a várias metodologias emergentes da revisão da literatura.

A avaliação dos bens intangíveis tem-se tornado de grande relevância, principalmente pela sua crescente presença em todas as actividades e influência sobre o valor das empresas. Activos como o caixa, o imobilizado ou outros activos tangíveis, o seu processo de gestão é facilitado, porque “(...) tais activos já possuem um valor estabelecido *ex-ante* (...)” (Kayo et al., 2006, p.118). Quando se consegue atribuir valores aos intangíveis o processo de gestão dos mesmos também é facultada. Estes têm vindo a revelar-se cruciais para a diferenciação das empresas no mercado, sendo portanto um factor de manutenção de vantagem competitiva. Como afirma Bandeira, (2010, p.15):

É actualmente opinião unânime que o valor dos activos intangíveis tem aumentado e que muitas vezes as empresas possuem activos intangíveis que correspondem à sua componente mais valiosa, mas desconhecem esse valor.

2.7 Métodos de Avaliação de Activos Intangíveis

A medição dos activos intangíveis pode ser usada para diversos fins, no entanto, como afirma Bandeira (2010, p. 90) “(...) na prática a avaliação de activos intangíveis é raramente efectuada na generalidade das empresas, devido à falta de conhecimento.”. Sveiby (1997), afirma que os executivos e os pesquisadores ainda não começaram a explorar o motivo mais interessante para medir os intangíveis, o da aprendizagem. A medição pode ser usada para mostrar os custos ou para explorar oportunidades de criação de valor, ocultados nas contas tradicionais. O motivo da aprendizagem pressagia maiores benefícios a longo prazo (Barbosa e Gomes, 2002).

De entre os múltiplos métodos existentes na literatura e porque não há um geralmente aceite, Sveiby (2010) elenca uma serie de métodos (ver Tabela 8) para medição de

intangíveis ou capital intelectual, pois os dois conceitos são colocados em igualdade de circunstâncias. O referido autor apresenta uma visão global de diversos métodos, classificando-os nas seguintes quatro categorias:

Métodos directos Capital Intelectual (DIC). O valor monetário dos activos intangíveis é estimado pela identificação dos seus diversos componentes. Depois de identificados, podem ser directamente avaliados individualmente ou como um coeficiente agregado.

Métodos de Capitalização de Mercado (MCM). Calcula-se a diferença entre o valor capitalizado de mercado de uma empresa e o valor do seu património líquido, este diferencial é o valor do seu capital intangível.

Estes métodos abrangem as medidas ou indicadores que permitem calcular de forma imediata o valor de uma empresa. Denominam-se por *múltiplos* e são elementos de comparação que podem fornecer resultados razoáveis, no entanto, no caso dos activos intangíveis não tem grande peso na empresa, conforme afirma Villanueva (2010). Na valorização por múltiplos, (atrás abordado na pagina 42 como avaliação comparativa com o mercado), tenta-se obter o valor dos activos comparando-os com o preço do mercado de outros activos semelhantes.

Métodos de Retorno sobre os Ativos (ROA). São obtidos a partir da média dos lucros antes de impostos de um determinado período e divididos pela média dos activos intangíveis. Esse resultado é o ROA (*Return On Asset* – retorno sobre activos). Este rácio é comparado com a média do sector. Dividindo os lucros acima da média da empresa pelo custo médio de capital ou por uma taxa de juros, pode-se obter uma estimativa do valor de seus activos intangíveis. Estes métodos são puramente financeiros, que estão de acordo com as necessidades financeiras dos accionistas. São ferramentas de medição de resultados e não da organização.

Métodos *Scorecard* (SC). Os activos intangíveis depois de identificados, são produzidos *scorecards* (em seguida detalha-se este conceito) ou gráficos com os devidos indicadores. São similares aos métodos directos mas não oferecem resultados económicos. A sua grande vantagem é que dão uma imagem global e completa sobre os activos intangíveis, aplicável a qualquer nível da empresa, e adaptável a qualquer um deles.

Os métodos têm tratamentos diferentes conforme a finalidade do avaliador. Os que são baseados em avaliações financeiras como os ROA e MCM são bastante úteis em fusões e aquisições. Os DIC e SC são os que podem criar um retrato mais detalhado da saúde das empresas. (Martins, 2012).

Apresenta-se de seguida, na Tabela 8, os métodos de medição de intangíveis emergentes da literatura e compilados por Sveiby (2010).

Tabela 8 – Métodos de Medição de Intangíveis por Ordem Cronológica

| Ano | Designação | Autor | Categoria | Descrição da Medida |
|------|---|--|-----------|--|
| 2009 | Assinalar UTI | <i>Sanchez 2009</i> | SC | UTI é o resultado de um projecto financiado pela UE para projetar um relatório de capital intelectual (IC) especificamente para as universidades.(1) Visão da instituição, (2) Resumo dos recursos intangíveis e atividades, (3) Sistema de indicadores. |
| | EVVICAE™ | <i>McMcCutcheon (2008)</i> | DIC | Desenvolvido pelo Centro de ativos intelectual, na Escócia, como um kit de ferramentas web-based EVVICAE baseado na obra de Patrick H. Sullivan (1995/2000). |
| | Índice de Capital Intelectual Regional (RICI) | <i>Schiama, Lerro, Carlucci (2008)</i> | | Usa o conceito da Árvore Knoware com quatro perspectivas: (hardware, netware, wetware, software) para criar um conjunto de indicadores para as regiões. |
| 2007 | Modelo monetário dinâmico | <i>Milost (2007)</i> | DIC | A avaliação dos funcionários é feita com analogia com a avaliação dos activos fixos tangíveis. O valor de um empregado é a soma do valor do empregado de compra e o valor de investimentos em um empregado, menos o ajuste do valor de um empregado. |
| 2004 | IAbM | <i>Ministério japonês da Economia, Comércio e Indústria.</i> | SC | Gestão de ativos baseado no intelectual (IAbM) é uma diretriz para IC relatórios introduzidas pelo Ministério japonês da Economia, Comércio e Indústria. Um relatório IAbM deve conter: (1) filosofia de gestão. Passado para o presente relatório.Presente para o futuro. (4) Indicadores e activos intelectuais. A criação de indicadores em grande parte segue as diretrizes Meritum. |

| Ano | Designação | Autor | Categoria | Descrição da Medida |
|------|--|---|-----------|--|
| 2004 | SICAP | | SC | Um projecto financiado pela UE para desenvolver um modelo IC geral especialmente concebidos para as administrações públicas e de uma plataforma tecnológica para facilitar a gestão eficiente dos serviços públicos. A estrutura do modelo identifica três principais componentes do capital intelectual: o capital humano público, capital estrutural e capital relacional pública. |
| 2004 | Índice Nacional de Capital Intelectual | <i>Bontis (2004)</i> | SC | Uma versão modificada do Skandia Navigator para as nações: riqueza nacional é composta pela riqueza financeira e Capital Intelectual (Capital Humano + Capital Estrutural) |
| | Negócio de QI | | SC | Uma combinação de quatro índices; Índice de Identidade, Índice de Capital Humano, Índice de Capital do Conhecimento, Índice de Reputação. Desenvolvido na Noruega pela consultoria Humankapitalgruppen empresa. |
| 2003 | Do setor público IC | <i>Bossi (2003)</i> | SC | Um modelo de IC para o setor público, que se baseia Garcia (2001) e acrescenta duas perspectivas aos três tradicionais de particular importância para a administração pública: transparência e qualidade. Ele também identifica elementos negativos, que geram responsabilidade intelectual. O conceito de responsabilidade intelectual representa o espaço ideal entre a gestão e administração real, um dos deveres de uma entidade pública deve cumprir para a sociedade. |
| 2003 | Diretrizes dinamarquês | <i>Mouritzen, Bukh & al. (2003)</i> | SC | As recomendações patrocinadas pelo governo como projeto de pesquisa para empresas dinamarquesas devem comunicar seus intangíveis publicamente. Declarações do capital intelectual consistem em 1) um conhecimento narrativo, 2) um conjunto de desafios de gestão, 3) uma série de iniciativas e 4) indicadores relevantes. |

Activos Intangíveis no Contexto da Avaliação de Empresas

| Ano | Designação | Autor | Categoria | Descrição da Medida |
|------|---|------------------------------------|-----------|--|
| 2003 | IC-dVAL™ | <i>Bonfour (2003)</i> | SC | Avaliação Dinâmica do Capital Intelectual”. Indicadores a partir de quatro dimensões da competitividade são computados: Recursos e Competências, Processos, Resultados e Ativos Intangíveis (Capital estrutural e índices de Capital Humano). |
| 2002 | Modelo intellectus | <i>Sanchez-Canizares (2007)</i> | SC | Fórum Conhecimento de Investigação Central da Sociedade do Conhecimento. O modelo está estruturado em sete componentes, cada um com elementos e variáveis. Capital estrutural é dividido em capital organizacional e capital tecnológica. Capital relacional é dividido no capital de empresas e capital social. |
| | FiMIAM | <i>Rodov & Leliaert (2002)</i> | DIC / MCM | Avalia os valores monetários dos componentes IC. Uma combinação tanto de tangíveis e mensuração activos intangíveis. O método serve para vincular o valor IC para avaliação de mercado sobre e acima do valor escriturado |
| 2002 | Avaliação IC™ | <i>Edvinsson (2002)</i> | SC | Uma extensão do quadro Skandia Navigator incorporando ideias a partir do Monitor Ativos Intangíveis; <i>eficiência</i> de classificação, <i>renovação</i> e <i>risco</i> . |
| 2002 | Painel de Avaliação da Cadeia de Valor™ | <i>Lev B. (2002)</i> | SC | A matriz de indicadores não-financeiros organizados em três categorias de acordo com o ciclo de desenvolvimento: Descoberta / Aprendizagem, Implementação Comercialização. |
| 2002 | Diretrizes Meritum | <i>Orientações Meritum (2002)</i> | SC | Um projecto de investigação financiada pela UE, que rendeu um quadro para a gestão e divulgação de Ativos Intangíveis em 3 etapas: 1) definir objetivos estratégicos, 2) identificar os recursos intangíveis, 3) ações para o desenvolvimento de recursos intangíveis. Três classes de ativos intangíveis: Capital Humano, Capital Estrutural e Capital de Relacionamento. |
| 2001 | | <i>Caba & Sierra (2001)</i> | SC | Um modelo de medição de IC para o setor público com base no Modelo de |

| Ano | Designação | Autor | Categoria | Descrição da Medida |
|------|------------------------------------|---|-----------|---|
| | | | | Gestão da Fundação Europeia da Qualidade (EFQM). Ele integra os elementos do modelo da EFQM em três blocos que compõem o capital intelectual: Capital humano, capital estrutural e capital relacional. |
| 2001 | Declaração de ativos intangíveis | <i>Garcia (2001)</i> | SC | Um modelo de medição de IC para o setor público com base no IAM com indicadores de: crescimento, eficiência e estabilidade. |
| 2001 | Ciclo de Auditoria do Conhecimento | <i>Schiama & Marr (2001)</i> | SC | Um método para avaliar seis dimensões de conhecimento das capacidades de uma organização em quatro etapas. Definir ativos de conhecimento fundamental. Identificar processos de conhecimento fundamental. Plano de ações em processos de conhecimento. Implementar e monitorizar a melhoria, em seguida, retornar a 1). Descrito no livro (2002). <i>Lucro com Pessoas</i> pela Deloitte & Touche. |
| 2000 | Índice de Criação de Valor (VCI) | <i>Baum, Ittner, Larcker, Baixo, Siesfeld e Malone (2000)</i> | SC | Desenvolvido pela Wharton Business School, juntamente com a Cap Gemini Ernst & Young para Centro Empresarial Inovação e Forbes. Eles estimam a importância de diferentes métricas não financeiras na explicação do valor de mercado das empresas. Fatores diferentes para diferentes indústrias. Os desenvolvedores afirmam VCI para se concentrar nos fatores que consideram importantes nos mercados, em vez de o que os gerentes dizem que é importante. |
| 2000 | O Explorer Valor™ | <i>Andriessen & Tiessen (2000)</i> | DIC | Metodologia de cálculo proposta pelo KMPG de cálculo e atribuição de valor para 5 tipos de ativos intangíveis: (1) Ativos e doações, (2) Skills & conhecimento tácito, (3) Coletiva valores e normas, (4) Tecnologia e conhecimento explícito, (5) processos primários e de gestão. |
| 2000 | Avaliação de Ativos intelectual | <i>Sullivan (2000)</i> | DIC | Metodologia para avaliar o valor da Propriedade Intelectual. |
| 2000 | Criação de Valor Total, TVC™ | <i>Anderson & McLean (2000)</i> | DIC | Um projeto iniciado pelo Instituto Canadense de Revisores Oficiais de Contas. usa cash-flows descontados projectados para reexaminar como |

| Ano | Designação | Autor | Categoria | Descrição da Medida |
|------|--|---------------------------------|-----------|---|
| | | | | os eventos afetam as atividades planeadas. |
| 1999 | Lucro Capital conhecimento | <i>Lev (1999)</i> | ROA | Lucro, Capital, conhecimentos são calculados como parcela de ganhos normalizados (3 anos a média da indústria e estimativas do consenso futuro analista), acima ganhos atribuíveis aos ativos escriturados. Lucro então usado para capitalizar Capital do Conhecimento. |
| 1998 | Metodologia de Avaliação inclusiva (IVM) | <i>McPherson (1998)</i> | DIC | Usa hierarquias de indicadores ponderados que são combinados, e centra-se na relação, em vez de valores absolutos Valor combinado Adicionado = Valor Monetário Adicionado combinado com Valor Adicionado intangíveis. |
| 1998 | Contabilidade para o Futuro (AFTF) | <i>Nash H. (1998)</i> | DIC | Um sistema de projecção de cash-flows. A diferença entre AFTF valor no final e início do período é o valor acrescentado durante o período. |
| 1998 | Investidor em valor de mercado atribuído (IAMV™) | <i>Standfield (1998)</i> | MCM | Tem verdadeiro valor da empresa a ser seu valor de mercado de ações e divide-o em capital tangível + (IC Realizado + IC Erosão + SCA (Vantagem Competitiva Sustentável). |
| 1997 | Calculado Valor Intangível | <i>Stewart (1997)</i> | MCM | O valor do capital intelectual é considerado como a diferença entre a empresa valor de mercado das ações e o valor da empresa escriturado. O método é baseado na suposição de que os lucros de uma empresa de prémio, ou seja, o ganhos maiores que os de uma de uma empresa média no setor, resultado de IC da empresa. É, portanto, um precursor do modelo de Capital do Conhecimento de Lev. |
| 1997 | Economic Value Added (EVA™) | <i>Stern & Stewart 1997</i> | ROA | Calculada pelo ajustamento do resultado divulgado pela empresa, de despesas relacionadas a bens intangíveis. Mudanças no EVA fornecem uma indicação sobre se o capital intelectual da empresa é produtiva ou não. EVA é a propriedade do Stern e Stewart empresa de consultoria e um dos métodos mais comuns. |

| Ano | Designação | Autor | Categoria | Descrição da Medida |
|------|--|--|--|--|
| 1997 | Valor Adicionado Coeficiente Intelectual (VAIC TM) | <i>Pulic (1997)</i> | ROA (não se encaixa em nenhuma das categorias) | Uma equação que mede o quanto e quão eficientemente o capital intelectual e o capital utilizado, criar valor com base na relação de três componentes principais: (1). Capital empregado; (2) capital humano; e (3) capital. |
| 1997 | IC-Index TM | <i>Roos, Roos, Edvinsson e Dragonetti (1997)</i> | SC | Consolida todos os indicadores individuais que representam propriedades intelectuais e componentes em um único índice. Alterações no índice são então relacionadas às mudanças na avaliação da empresa no mercado. |
| 1996 | Broker tecnologia | <i>Brooking (1996)</i> | DIC | Valor do capital intelectual de uma empresa é avaliado com base na análise de diagnóstico de resposta de uma empresa a vinte perguntas sobre quatro componentes principais do capital intelectual: Centrada em activos humanos, Ativos de Propriedade Intelectual, Ativos de mercado, ativos de infra-estrutura. |
| 1996 | Citation-Weighted Patents | <i>Dow Chemical (1996)</i> | DIC | Um fator tecnologia é calculado com base nas patentes desenvolvidas por uma empresa. Capital intelectual e seu desempenho são medidos com base no impacto dos esforços de investigação sobre o desenvolvimento de uma série de índices, tais como número de patentes e o custo das patentes ao volume de negócios de vendas, que descrevem as patentes da empresa. A abordagem foi desenvolvida pela Dow Chemical. |
| 1995 | Contas holística | <i>Rambøll Group</i> | SC | Rambøll é um grupo de consultoria dinamarquesa, que desde 1995 elabora relatórios de acordo com a sua "própria Holística Contabilidade relatos. É baseado no modelo EFQM Descreve nove áreas-chave, com indicadores: Valores de gestão, processos Estratégico, Recursos Humanos, Recursos Estruturais, Consultoria, os resultados do cliente, Empregado Resultados, Resultados empregados da sociedade e resultados financeiros. |

| Ano | Designação | Autor | Categoria | Descrição da Medida |
|------|-------------------------------|---|-----------|--|
| 1994 | | <i>Edvinsson e Malone (1997)</i> | SC | O capital intelectual é medido através da análise de até 164 medidas métricas (91 intelectualmente com base e 73 métricas tradicionais) que abrangem cinco componentes: (1) financeiro; (2) cliente, (3) de processo; (4) renovação e desenvolvimento e (5) humano. Skandia companhia de seguros trouxe a fama, mas Skandia já não produz o relatório. |
| 1994 | Monitor de Ativos Intangíveis | <i>Sveiby (1997)</i> | SC | Gestão seleciona indicadores, com base nos objetivos estratégicos da empresa, para medir quatro aspectos da criação de valor a partir de 3 classes de ativos intangíveis rotulados: a competência das pessoas, estrutura interna, estrutura externa. Modos de Criação de Valor são: (1) crescimento (2) renovação, (3) utilização / eficiência; e (4) redução do risco / estabilidade. |
| 1992 | Score Card | <i>Kaplan e Norton (1992)</i> | SC | Desempenho de uma empresa é medido através de indicadores que cobrem quatro perspectivas dos principais focos: (1) Perspectivas Financeiras; (2) perspectiva do cliente, (3) perspectiva dos processos internos e (4) perspectiva de aprendizagem. Os indicadores são baseados nos objetivos estratégicos da empresa. |
| 1990 | Declaração de RH | <i>Ahonen (1998)</i> | DIC | O lucro HR e perdas dividem as despesas de pessoal relacionado em três classes para os custos de recursos humanos: os custos de renovação, os custos de desenvolvimento e custos de exaustão. 150 empresas listadas finlandesa preparou uma declaração de RH em 1999. |
| 1989 | Balanço Invisible | <i>Sveiby (1989 ed.) O "Konrad" grupo</i> | MCM | A diferença entre o valor de mercado de ações de uma empresa e seu valor contábil líquido é explicada por três inter-relacionados famílias de capital; Capital Humano, Capital Organizacional e Capital do Cliente. As três primeiras categorias publicada neste livro em sueco se tornaram um padrão de facto. |

| Ano | Designação | Autor | Categoria | Descrição da Medida |
|------|--|-------------------------|-----------|---|
| 1988 | Custeio de Recursos Humanos e Contabilidade (HRAC 2) | <i>Johansson (1996)</i> | DIC | Calcula o impacto oculto dos custos relacionados com RH, que reduzem os lucros de uma empresa. São feitos ajustes para a P & L. O capital intelectual é medido pelo cálculo da contribuição do capital humano realizado pela empresa dividido pela despesa salarial capitalizados. Tornou-se um campo de pesquisa em seu próprio direito. HRAC revista. |
| 1970 | Custeio de Recursos Humanos e Contabilidade (HRAC 1) | <i>Flamholtz (1985)</i> | DIC | O pioneiro em RH Contabilidade, Eric Flamholtz, desenvolveu uma série de métodos para o cálculo do valor dos recursos humanos |
| 1950 | Q de Tobin | <i>James Tobin</i> | MCM | O "q" é a razão entre o valor de mercado da empresa dividido pelo custo de reposição de seus ativos. Mudanças no "q" fornecem uma procuração para medir o desempenho eficaz ou não do capital intelectual da empresa. Desenvolvido pelo economista laureado Nobel James Tobin em 1950. |

Fonte: Adaptado Sveiby (2010)

Como se pode verificar pelo Tabela 8, a grande maioria dos métodos são *Scorecard*, pelo que sendo predominantes importa ver a sua importância, pelo que se passa a examinar.

2.7.1 Modelo Balanced Scorecard

O *Balanced Scorecard* (BSC), foi proposto por Kaplan e Norton (1992) e definem-no como sendo um instrumento de gestão que procura um alinhamento do negócio da empresa à sua visão e estratégia. O BSC traduz a visão e estratégia em objectivos e indicadores. Procura uma visão global e integrada da performance organizacional segundo quatro perspectivas a caracterizar:

- **Financeira**, em que os indicadores utilizados consideram evidências passadas, e a ênfase está nos objectivos e medidas monetárias.

- Na perspectiva do **cliente**, em que se pretende a satisfação e fidelização do cliente, através da diferenciação e captação de novos clientes.
- Os **processos internos**, tem como objectivo a excelência dos mesmos, considerando a satisfação dos clientes e necessidades dos consumidores.
- **Aprendizagem e Crescimento**, tem em vista a criação de um ambiente cultural em prol do crescimento individual e colectivo, criando um clima propício à inovação, e implementação de melhorias contínuas.

É um instrumento que aumenta a eficiência do sistema de informação que serve distintas finalidades consoante as diversas áreas de negócio.

Clarificada a estratégia, a comunicação da mesma, é feito o alinhamento dos objectivos departamentais e pessoais com a mesma. Esta ligação da estratégia é ampliada para o médio e longo prazo, orçamentos anuais de forma a garantir o cumprimento dos objectivos, como afirma Amaral e Pedro (2004).

Graças à sua flexibilidade, o *Balanced Scorecard* pode ser aplicado a todos os tipos de empresas ou ainda a áreas funcionais de uma organização. Sempre e quando os indicadores são escolhidos correctamente, a direcção da empresa terá um guia adequado comparando os objectivos e planos da empresa com os resultados obtidos, que permitirá avaliar a adequação dos planos de acção.

A conceptualização do *Balanced Scorecard* deverá ser de acordo com a estratégia da empresa, utilizando indicadores adequados. Estes indicadores seleccionados serão determinantes para avaliar o grau de cumprimento da direcção estratégica. As medidas a escolher, além de serem estrategicamente relevantes, devem permitir recolher dados comparativos ao longo do tempo, serem fiáveis.

O mapa estratégico permite criar pontos de referência para toda a organização. Estes mapas são construídos partindo da gestão de topo que começa por definir a missão, porque é que a empresa existe e os seus valores fundamentais. Partindo desta informação é desenvolvida a visão estratégica, definindo o que a empresa pretende ser. Esta visão define claramente os objectivos e as metas globais da empresa. Assim,

no *Balanced Scorecard* existem relações de causa-efeito. Tal como afirma Russo (2009, p.24):

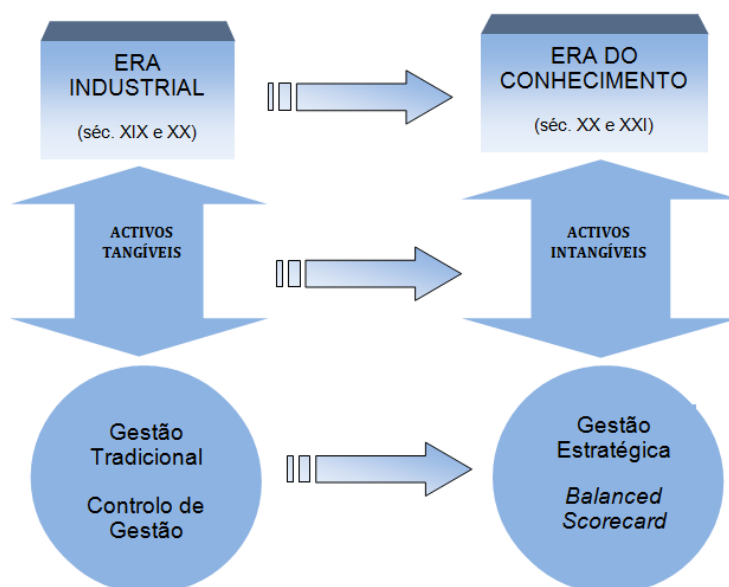
As medidas de aprendizagem e crescimento organizacional servem de condutores das medidas dos processos internos que, por sua vez, são condutores das medidas da perspectiva do cliente, que servem de condutores das medidas financeiras. Norreklit (2000: 67) afirma que é esta relação de causa e efeito que distingue o *Balanced Scorecard* de outros sistemas de medição estratégica.

O *Balanced Scorecard* reflecte as mudanças ocorridas nas tecnologias de informação e a crescente competitividade registada nas últimas décadas do século XX.

Conforme afirma Russo (2009, p.21):

Na era industrial do séc. XIX e maior parte do séc. XX, as empresas asseguram a sua competitividade através dos investimentos e gestão dos ativos tangíveis, cujo desempenho era possível medir a partir da informação obtida nas demonstrações financeira. Contudo, no final do séc. XX, os factores intangíveis tornaram-se a maior fonte de vantagem competitiva das empresas, importância essa que os dados contabilísticos não revelam, mas que os mercados reconheciam. (Ver Figura 7).

Figura 7 – Diferentes Necessidades de Gestão em Contextos Económicos e Temporais Distintos



Fonte: Russo (2009, p.22)

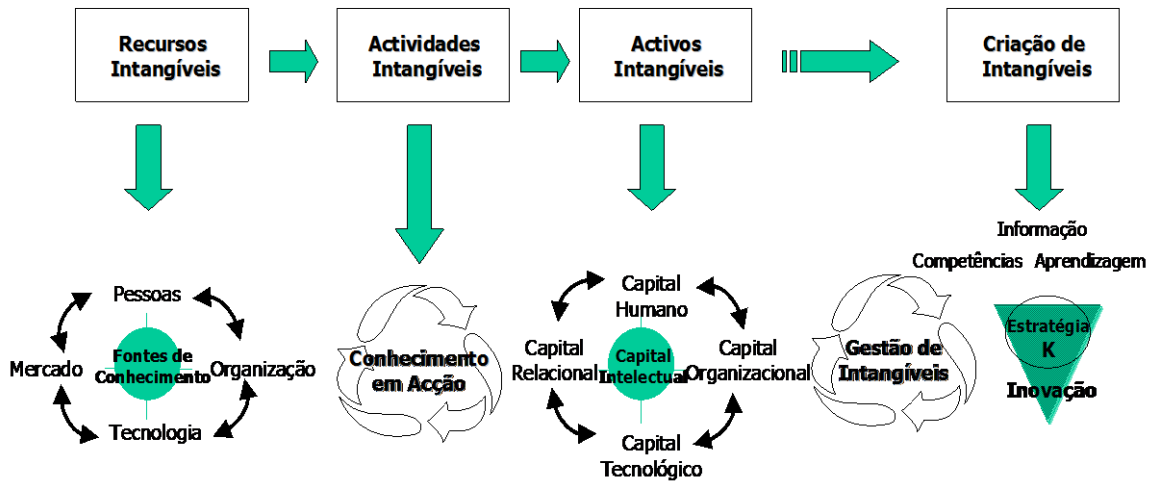
As empresas sofreram transformações para poderem competir neste novo cenário, as suas competências para gerir as suas novas fontes geradoras de valor também têm de ser as adequadas neste panorama competitivo.

As estratégias de criação de valor deixam de assentar na gestão de activos tangíveis, como afirmou Cañibano e Gisbert (2007, p.193) “(...) o investimento em activos intangíveis é muito diferente do investimento dos activos tangíveis”. Os activos intangíveis assentam em estratégias baseadas no conhecimento, contribuindo decisivamente para o peso crescente dos activos intangíveis nas empresas.

Decorrente da estratégia de uma empresa surgem duas necessidades básicas: por um lado a definição da mesma e, por outro, a sua implementação.

Como se pode verificar na Figura 8, onde está concebido o modelo de conceptual de criação, medição e gestão dos intangíveis.

Figura 8 – Modelo Conceptual de Criação, Medição e Gestão de Intangíveis.



Fonte: Bueno (2001)

Através dos recursos intangíveis que estão presentes na organização e em toda a sua envolvência são no seu todo, fontes de conhecimento, o qual é usado e direccionado para a criação de activos intangíveis. Assim, a medição dos intangíveis adquire destaque nas organizações, uma vez que a capacidade que estas têm em motivar e impulsionar os seus intangíveis demonstra ser bastante mais decisivo do que a gestão dos activos tangíveis (Kaplan e Norton, 1996b).

Através dos mapas estratégicos e identificados os objetivos estratégicos permite a visualização das relações de causa-efeito, ajudando a compreender a forma como a empresa irá implementar a sua estratégia. Com esta informação permite a aprendizagem e ainda a reconhecer e a criar novas competências. Existe um ambiente favorável para a inovação.

CAPÍTULO III – LIMITAÇÕES DA CONTABILIDADE NO TRATAMENTO DOS INTANGÍVEIS

3.1 Introdução

Como foi analisado anteriormente no ponto 2.6.1 a avaliação de empresas tem como base as peças financeiras que devem ser entendidas, desde que usadas convenientemente como um bom painel de controlo para os seus utilizadores. No entanto a Contabilidade enfrenta grandes desafios no que diz respeito ao tratamento contabilístico dos activos intangíveis. Bandeira (2010) menciona alguns pontos essenciais:

3.2 A Importância dos Activos Intangíveis no Mundo Actual

A nova economia, é sem dúvida um dos factores chave para a monopolização da atenção dos mesmos. Autores como Petty e Guthrie (2000) atribuem esta denominação para a economia baseada em um intenso progresso tecnológico da informação e do conhecimento:

A ascensão da "nova economia", principal responsável pela informação e conhecimento, é atribuída à importância crescente do capital intelectual (CI) como um negócio e tema de pesquisa. O capital intelectual está implicado em recentes desenvolvimentos económicos, gerenciais, tecnológicos, sociológicos e de uma forma até então desconhecida e amplamente imprevisível. Se estes desenvolvimentos são vistos através do filtro da sociedade da informação, a economia baseada no conhecimento, a sociedade em rede, ou inovação, há muito para apoiar a afirmação de que o CI é fundamental na determinação do valor da empresa e desempenho económico nacional. (Petty e Guthrie, 2000, p. 155).

Há um consenso generalizado como afirma Bandeira (2010) que é o progresso tecnológico, quer seja obtido ou adquirido, que proporciona uma vantagem competitiva. Nesta decorrência, as empresas enfrentam novos desafios, pois, o peso dos intangíveis tem vindo a crescer. Há assim uma mudança de ênfase do activo tangível para o activo intangível nas últimas décadas. Vários autores como Lev (2001), Sveiby (1997), Kaplan e Norton (1992) também têm afirmado que a geração de riqueza está cada vez mais relacionada com os activos intangíveis.

Em suma pode-se afirmar que este crescente interesse pelos activos intangíveis tem como base a combinação de vertentes económicas como a intensificação da competição e o desenvolvimento tecnológico da informação. Assim, o inevitável processo de globalização das economias facilitado pelo comércio electrónico instigou a competição entre as empresas, encolhendo as margens, aumentando os padrões de qualidade e impelindo as empresas a diferenciarem-se de seus concorrentes.

3.2.1 Dificuldades Existentes na Imputação de Despesas a Activos Intangíveis

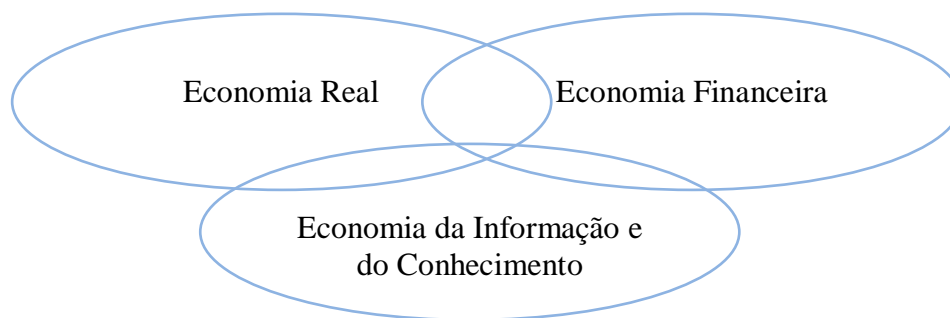
Estas dificuldades estão relacionadas com a correcta avaliação de um intangível, nomeadamente quanto à contabilização das despesas de Investigação e desenvolvimento (I&D), decorrentes da aplicação do (SNC).

As organizações enfrentam estes novos desafios e devem estar preparadas para responder às expectativas dos utilizadores da informação interna e externa dos “*stakeholders*”²⁶.

Traduzir contabilisticamente os custos com a captação de conhecimento não é uma tarefa fácil. Mas, o seu reconhecimento como custos em determinado período não coincide temporalmente com o possível retorno desse esforço de captação. Está-se, contudo, perante uma simbiose de perspectivas diferentes: economia real; economia financeira e economia da informação e do conhecimento. No entanto, as diferentes perspectivas perfilham a economia da informação e do conhecimento como ponto de equilíbrio tal como se pode verificar na Figura 9 que de seguida se apresenta.

²⁶ *Stakeholders* é qualquer actor (pessoa, grupo ou entidade) que tenha uma relação ou interesses (directos ou indirectos) com ou sobre uma organização (definição muito ampla de Martins e Filho, 1999). Também denominados por público de interesse ou público estratégico. É uma palavra em inglês muito utilizada nas áreas de comunicação, administração e tecnologia da informação cujo objectivo é designar as pessoas e grupos mais importantes para um planeamento estratégico ou plano de negócios, ou seja, as partes interessadas.

Figura 9 – As Esferas da Economia Activa



Fonte: Costa (*cit. in* Bandeira 2010)

A economia real resulta das transacções de activos tangíveis, a economia financeira é baseada em transacções com activos financeiros e a economia da informação e do conhecimento é baseada nas transacções de diversos activos intangíveis.

Os activos físicos e financeiros não têm capacidade de só por si gerarem vantagens competitivas sustentáveis ao longo do tempo, mas são outros activos, estes de natureza intangível que trazem verdadeiro valor, como afirmam Navaza e Cabarcos (2007).

Tomando como referencia o estudo realizado pela *Commission of the European Communities* (2003), argumenta-se que o fornecimento de informações contabilísticas relevantes afectará o desempenho da economia de três formas:

- A qualidade das informações contabilísticas irá ajudar os gestores e investidores na identificação rentável (valor presente líquido positivo) e reconhecimento de oportunidades de investimento.
- Melhorar a informação da contabilidade financeira deverá aumentar a capacidade dos investidores. Isso irá facilitar a alocação eficiente de capital. Além disso, na medida em que divulgações contabilísticas são melhoradas também incentiva o desenvolvimento dos mercados de capitais, (por exemplo, aquisições) que irá reduzir o uso ineficiente de capital, porque as informações disponíveis são mais fiáveis.
- A divulgação das informações contabilísticas relevantes também contribuem para uma maior adesão do investidor. Sem dúvida, que uma maior informação pública sobre uma empresa, implica que menor seja a probabilidade de um investidor incorrer em perdas por negociação com informação. Na presença de mercado de capitais, os investidores estão também mais dispostos a investir em

empresas de alto risco e a longo prazo. Estes tipos de investimentos são mais prováveis naqueles que resultam em inovações (por exemplo, biotecnologia, e software de desenvolvimento).

Nos sistemas tradicionais de contabilidade, então, se um activo intangível não pode ser claramente identificado de acordo com os critérios referidos (ver pag. 17), então ele não pode ser reconhecido nas contas de uma empresa.

Actualmente, os activos intangíveis ainda são pouco considerados nas demonstrações financeiras. Podem ocorrer diversos obstáculos, desde logo a assinalar as suas carecterísticas particulares: a dificuldade de identificação, e, são muitas vezes invisíveis, como o *know-how*, carteiras de clientes e marcas próprias. Como afirma Damodaran (2009, p. 21) “(...) a maneira como a contabilidade tem lidado com investimentos nestes activos é incompatível com o seu tratamento (...)”. A consequência deste tratamento é que muitos gastos usados nas avaliações e consequentemente lucros, fluxos de caixa e retorno sobre o capital estão contaminados. Como exemplifica o referido autor através de um estudo efectuado na Filadélfia, o valor dos investimentos em I & D, *software*, desenvolvimento de marcas e outros intangíveis afectam as margens operacionais, pois os salários pagos aos pesquisadores técnicos e outros trabalhadores criativos estão incluídos. Existe uma inconsistência para os investimentos realizados em activos intangíveis. Esta é uma das características destas empresas, por não registarem trabalhadores criativos como activos intangíveis. A apontar uma outra particularidade deste tipo de empresas é o facto de geralmente obterem menos financiamentos. A baixa alavancagem financeira pode ser atribuída ao preconceito do sector bancário, que financia activos tangíveis, exigindo garantias reais. O estudo menciona também que empresas com activos intangíveis são susceptíveis a um risco adicional, porque o acompanhamento desses activos pode ser difícil de fazer. Valores de intangíveis, como o capital humano, podem-se dissipar rapidamente, se uma empresa tem problemas ou se tem a sua reputação manchada. Haverá consequências destas especificidades na avaliação de empresas, nomeadamente no fluxo de caixa descontado, tendo em consideração que o ponto de partida são lucros correntes e valores contabilísticos para derivar um valor para os activos existentes; qualquer alteração (como alteração da reputação) terá efeitos imediatos. O tratamento contabilístico de activos intangíveis, sendo erróneo, torna esses números não confiáveis, uma vez que os ganhos reportados para uma empresa de tecnologia, ou outra similar, representam os lucros após o reinvestimento em I & D, ao invés de ganhos verdadeiramente operacionais. O valor dos activos é subestimado porque os maiores activos para estas empresas estão fora da

contabilidade. O reinvestimento feito pelas empresas é muitas vezes introduzido nas despesas operacionais (ao contrario de se mostrarem separadamente, como despesas de investimento). Também medidas como o retorno sobre o capital é deturpado, porque esse rácio (Lucro Líquido / Capital Próprio) é afectado.

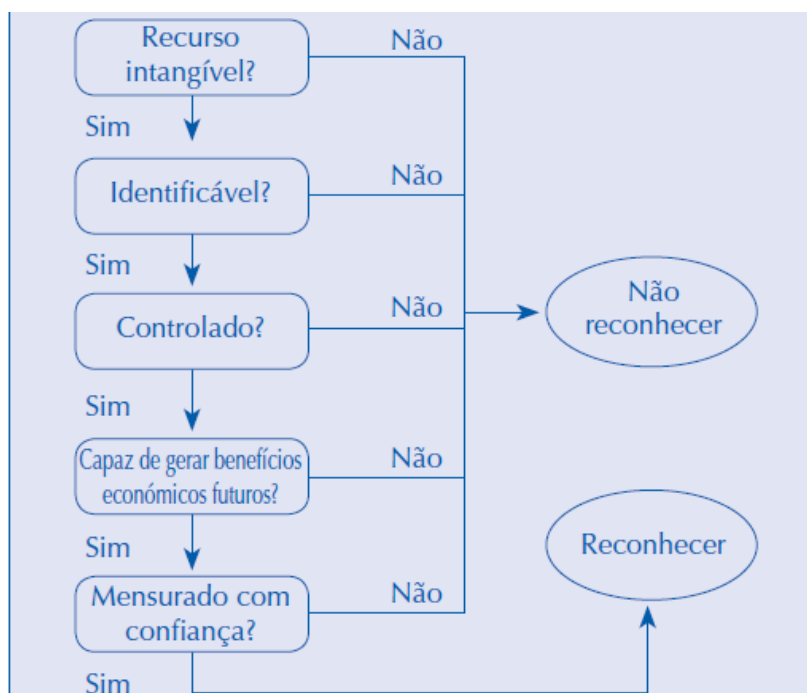
Damodaran (2009, p.29) é peremptório quanto a este assunto quando afirma que:

As despesas com pesquisa, não obstante a incerteza sobre os seus benefícios futuros, deveriam ser capitalizadas. Para capitalizar os valores dos activos de pesquisa, temos que fazer uma suposição sobre quanto tempo leva para essas pesquisas e desenvolvimento a serem convertidas, em média, em produtos comerciais. È a chamada vida amortizável desses activos

O exemplo acerca deste assunto que o autor dá é a comparação entre uma empresa farmacêutica e uma empresa de *software*. No caso da indústria farmacêutica as despesas de I&D tem uma vida mais longa, pois o processo de aprovação de novos medicamentos é longo. Em contraste, despesas de I&D de uma empresa de *software*, onde os produtos tendem a surgir muito mais rapidamente devem ser amortizados durante um curto período.

No entanto a NCRF 6, a qual tem por base a IAS 38 – *Intangible Assets* (Activos Intangíveis), identifica com clareza a definição de activos intangíveis e define claramente em que condições este pode ser reconhecido de forma fiável. Assim, apresenta-se de forma esquemática, na Figura 8 o processo de reconhecimento e mensuração de activos fixos tangíveis, preconizados na referida norma contabilística.

Figura 10 – Reconhecimento de Activos Intangíveis.



Fonte: Domingos et al. (2009, p. 34)

Verifica-se, assim, que o referencial contabilístico actual é um normativo desactualizado em relação ao tema dos intangíveis, como afirma Domingos et al. (2009). Corroboram esta opinião outros autores como por exemplo Lopes (2000, p. 226) que confirma a incapacidade do modelo contabilístico “(...) para reflectir correctamente o impacto dos intangíveis na situação presente e futura da empresa (...)”.

CAPÍTULO IV – METODOLOGIA IAM®

4.1 Introdução

Como já foi explanado nos Capítulos anteriores, existe a necessidade de uma correcta identificação e categorização dos activos intangíveis. Por estes serem um factor diferencial na competitividade das empresas, há um interesse no sentido de acompanhar o desempenho dos mesmos. Pelo que, como acréscimo ao carácter informativo da contabilidade, surgem modelos e metodologias de identificação de activos intangíveis. Esta informação colmata possíveis défices de informação no mercado, pois esses valores devem ser medidos e reportados aos investidores, accionistas, ou interessados em geral.

A metodologia parte da premissa de que o valor dos intangíveis só existe se for percebido como tal pelos *stakeholders* externos.

Um dos principais subprodutos do IAM® é o PIB – Prêmio Intangíveis Brasil realizado em parceria com o Grupo Padrão, Stern Stewart & Co, (1994) Cidade do Conhecimento ECA/USP e demais empresas e instituições de relevância.

O modelo que a seguir se apresenta, IAM® *Intangible Assets Manager* (IAM®), foi elaborado pela DOM *Strategy Partners*²⁷, empresa de consultoria que pertence ao Grupo ECC .

Este modelo foi várias vezes validado. Foi inicialmente apresentado no ano de 2003 na Cúpula Mundial sobre a Sociedade de Informação, realizada pela *United Nations Conference on Trade And Development* (UNCTAD) e pela Organização das Nações Unidas (ONU), em Genebra. Também foi debatido academicamente nas principais universidades do Brasil. Ainda foi colocado em debate no Banco Nacional do Desenvolvimento, no Brasil, Cidade do Conhecimento, e Fundação Nacional da Qualidade (FNQ). Esta metodologia foi objecto de várias publicações a referir: Harvard Business Review, HSM Brasil, Gazeta Mercantil, Revista Exame e outras. A primeira empresa a adoptar o modelo foi a Suzano Papel & Celulose (1ª empresa da América

²⁷ A partir daqui designado apenas por DOM.

Latina a publicar Balanço Corporativo de Activos Intangíveis) e em outras 17 empresas (Domeneghetti e Meir, 2009).

4.2 Objectivos do Modelo

O modelo IAM® tem como objectivo identificar e categorizar os intangíveis, de forma a alcançar a sua melhor gestão e atribuição de valor.

O modelo tem os seguintes objectivos:

- Ter precisão e qualidade de decisão no que diz respeito à geração de valor produzidos pelos activos intangíveis, mensurando-os, gerindo-os e actuando estrategicamente em relação a eles.
- Unificar e integrar informações que estejam dispersas nas demonstrações financeiras e nos vários departamentos e processos da empresa.
- Cumprimento de requisitos legais, nomeadamente em relação à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) (Domeneghetti e Meir, 2009).

4.3 Benefícios do Modelo

A partir do objectivo da metodologia IAM®, que consiste em ajudar as empresas a ficarem aptas a identificar, construir valor e tornarem-se assim mais competitivas, o modelo ainda aporta outros benefícios, nomeadamente:

- Capacidade de entendimento, de categorizar e gerir os intangíveis mais relevantes para a estratégia da empresa, assim como para o alinhamento da estratégia com o *Balanced Scorecard*.
- Capacidade de atribuir valor e efectuar as devidas ponderações dos activos intangíveis mais relevantes internamente e com os *stakeholders*, criando a possibilidade de ajustar o peso e ponderação de acções, projectos ou investimentos da empresa nesses intangíveis.

- Aptidão para separar os activos que geram valor a curto ou a longo prazo.
- Faculdade da empresa discernir quais os activos que são protectores de valor, como a sustentabilidade, daqueles que são geradores de valor.
- Melhor racionalização de investimentos e de distribuição de resultados.
- Superior capacidade de comunicar as qualidades de gestão e as potencialidades competitivas para todos os *stakeholders* relevantes, tais como, accionistas, investidores, instituições de crédito e imprensa, entre outros. (Domeneghetti e Meir, 2009).

Pelo seu carácter flexível o IAM® pode ser aplicado em diversos contextos e com distintas finalidades. Desde logo, auxilia na criação de valor, assim como na protecção do mesmo, como se pode verificar esquematicamente na Figura 11.

Figura 11 - Geração e Protecção de Valor Através dos Intangíveis



Fonte: DOM (2008, p.9)

4.4 O Modelo IAM®

O modelo IAM® actua como observador externo, ajudando a empresa a compreender a sua estrutura de valor internamente, construindo modelos recorrentes da avaliação de imagem, percepção do efeito/impacto, além de potencializar e monitorizar a relação da empresa com o mercado.

Na concepção da DOM, os activos intangíveis são compostos por quatro categorias de capital:

- Institucional,
- Relacionamentos,
- Organizacional e
- Intelectual.

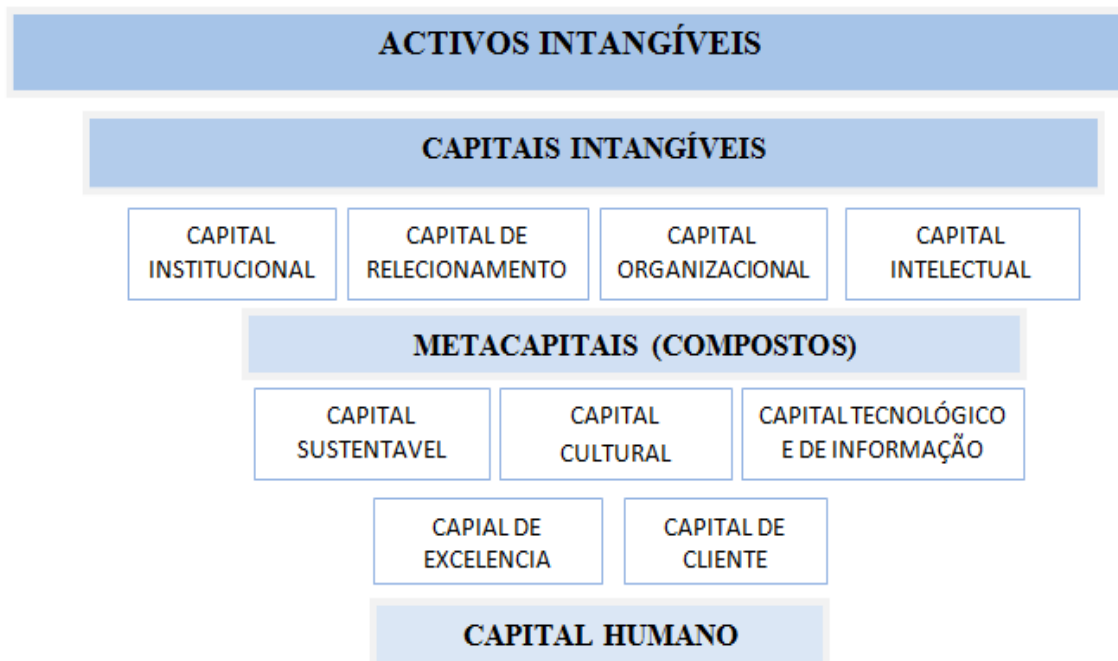
Para fins de coordenação da empresa, como sendo os pilares em que os anteriores assentam, a fim de poder exercer funções de gestão para a administração, neste modelo são considerados os denominados Metacapitais, formados por:

- ✓ Capital sustentável,
- ✓ Capital cultural,
- ✓ Capital tecnológico e de inovação,
- ✓ Capital de excelência,
- ✓ Capital do cliente.

Tendo todos estes por sustentação o Capital Humano, sendo a base de todo e qualquer activo intangível.

O atrás descrito encontra-se evidenciado na Figura 12, que de seguida se apresenta.

Figura 12 – Categorização da Metodologia IAM ®



Fonte: Domeneghetti e Meir (2009, p. 270)

É conveniente ter sempre presente que os activos intangíveis para além de que geram e protegem valor, como são interdependentes com activos tangíveis potencializam o valor destes. De salientar que, os activos intangíveis só têm valor se forem percebidos pelos *stakeholders* externos.

De seguida detalha-se os quatro tipos de capitais primários do modelo, nomeadamente o capital institucional, organizacional, de relacionamentos e intelectual.

O capital institucional é o valor resultante do conjunto de activos que a empresa afere como prémio, proveniente do seu processo metódico voltado à criação de percepções de valor positivo das suas marca, símbolos, imagem e reputação, a partir da interacção com os diferentes *stakeholders*. Este capital só tem valor se for percebido por estes, não sendo o seu controle da exclusividade da empresa, mas sim resultado da eficácia dos seus esforços em gerar percepções de valor perante seus *stakeholders*. Dentro deste capital pode-se englobar activos como a missão ou visão, sustentabilidade,

posicionamento mercadológico, responsabilidade social e influências da comunidade, entre outros.

O capital organizacional é formado pelo conjunto de activos sistémicos, que a empresa possui, desenvolvidos para torna-la capaz de produzir valor a partir do seu *core business*²⁸, estratégia competitiva e posicionamento no mercado. São exemplos do capital organizacional, activos tais como os modelos de negócio, modelo de gestão, planeamento estratégico, políticas corporativas, arquitectura de processos, sistemas de produção, tecnologias produtivas, flexibilidade produtiva, inteligência produtiva, modelos comerciais, modelos de selecção e recrutamento e modelos de remuneração, entre outros.

O capital de relacionamento consubstancia-se em toda a teia de relacionamentos de que a empresa dispõe no seu meio, de forma interactiva, e em função das respostas interactivas junto dos diversos *stakeholders*. Como menciona Domeneghetti e Meir (2009, p. 271): “(...) o eco corporativo da empresa é manifestado em sua existência quando ela consegue gerar valor a partir dos seus relacionamentos.”.

São exemplos deste tipo de capital a rede de relacionamentos da empresa, as suas parcerias e alianças, a sua capacidade de aceder ao mercado, a capacidade de influenciar a imprensa e o poder público e o *turnover*²⁹ de funcionários, entre outras.

O capital intelectual é o somatório do conhecimento de todos os indivíduos que compõem uma organização. É o produto do capital humano, que proporciona vantagem competitiva, utilizado para gerar riqueza.

Tal como refere Stewart (1998, p.13)

²⁸ *Core business* é um termo da língua inglesa, que significa a parte principal de um determinado negócio, ou seja, a sua actividade principal.

²⁹ *Turnover* é um conceito frequentemente utilizado na área de Recursos Humanos (RH) para designar a rotatividade de pessoal numa organização, ou seja, as entradas e saídas de funcionários em determinado período de tempo. O cálculo de *turnover* tem a função de determinar a percentagem de substituições de funcionários antigos por novos e, conseqüentemente, analisar a capacidade da empresa em manter os seus colaboradores. (Bispo, 2005).

O conhecimento é mais valioso e poderoso do que os recursos naturais, grandes indústrias ou polpudas contas bancárias (...) O capital intelectual é a soma do conhecimento de todos em uma organização, o que lhe proporciona vantagem competitiva (...)

São exemplos desse capital activo as patentes, a propriedade intelectual, a propriedade industrial, os direitos de autor, a inovações e a inteligência competitiva, entre outros.

A título de resumo, apresenta-se de seguida a na Figura 13, de forma sintetizada, a categorização de intangíveis, segundo este modelo.

Figura 13 – Categorização de Intangíveis, Método IAM®



Fonte: Adaptado DOM (2008)

Neste modelo os intangíveis sujeitos a classificação e respectiva avaliação, de acordo com a Figura anterior, foram os que se seguem na Figura 14:

Figura 14 – Principais Activos Intangíveis

| | |
|--|---|
| Gestão Corporativa | Sustentabilidade |
| • Ativo ligado à qualidade da gestão e administração da empresa. Essencial para empresas de capital aberto. | • Modelos, diretrizes e valores do “como” se realizar as atividades corporativas, considerando seus impactos diretos e no entorno de negócios. |
| Conhecimento Corporativo | Inovação |
| • Gama de dados e informações tácitas e explícitas estruturadas e replicáveis em formato de conhecimento. | • Principal fonte de diferenciação e criação de novo valor no médio e longo prazo |
| Marcas | Tecnologia da Informação e Internet |
| • Ativo que congrega e amplifica a percepção dos demais ativos • Empresas em determinados não podem abdicar da gestão estratégica de sua marca. | • Ativo habilitador dos demais, a tecnologia de informação (TI) e Internet representa a velocidade e abrangência com a qual a empresa se relaciona com sua rede de valor. |
| Talentos | Clientes e Consumidores |
| • Ativo-chave do capital intelectual, representa a fonte dos demais ativos intangíveis | • Nos mercados cada vez mais disputados, uma base sólida de clientes e consumidores é essencial para sustentar as estratégias corporativas e seu <i>cash flow</i> . |

Fonte: DOM (2008, p.11)

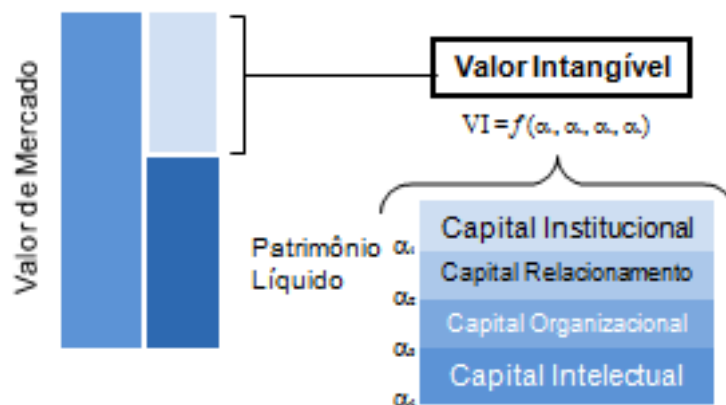
Como afirma Domeneghetti e Meir (2009, p. 273), qualquer empresa, “(...) independente do seu tamanho, sector de actuação ou modelo de negócios, possui boa parte de seu valor em activos intangíveis.” O referido autor pretende transmitir que todas as empresas podem através deste modelo quantificar os seus intangíveis. No entanto, existem algumas condições que devem ser atendidas, ou seja, as empresas devem:

- Dispor de um modelo de planeamento estratégico, passível de acompanhamento do seu desempenho (*Balanced Scordcard*);
- Optar por inserir a sustentabilidade aliada à estratégia e aos seus resultados como factor de decisão;
- Assumir o compromisso em ajustar os factores internos e externos no seu modelo de gestão e processos de avaliação e satisfação social;

- Adoptar modelos de gestão em que predomine a transparência e as melhores práticas de gestão;
- Disponibilizar informações de processos e práticas para o correcto tratamento dos intangíveis;
- Disponibilização de pesquisas de mercado, e satisfação junto dos diversos públicos, tais como clientes, fornecedores, consumidores e colaboradores.

O método IAM® propõe às empresas duas perspectivas: interna e externa. Internamente sugere que se reescreva o modelo de gestão e processos também sob a óptica de desenvolvimento e gestão de valor nos activos intangíveis que gerem. Já externamente aponta como se validam e se pondera o peso e o valor percebido de cada um dos activos, seleccionados estrategicamente pela empresa junto de cada *stakeholder*, contrapondo-o com o valor real e o atribuído pela empresa, traduzido num balanço de intangíveis, que é composto pela diferença entre o valor de mercado (num mercado eficiente) e o património líquido. Esta diferença é atribuída ao valor dos intangíveis (Domeneghetti e Meir, 2009).

Figura 15 – Balanço de Intangíveis



Fonte: Adaptado de Domeneghetti e Meir (2009)

A metodologia IAM® segue quatro etapas que define como sendo as directrizes do processo de geração e gestão de valor nos activos intangíveis, como se pode verificar na Figura 16 que de seguida se apresenta:

Figura 16 – Etapas de Implementação do IAM®

| Etapas | Atividades | Suporte | Benefícios |
|--------------------|---|---|--|
| Identificar | Identificar os ativos intangíveis relevantes em função do setor, estratégia, conjuntura, orçamento e stakeholders. | Mapa Estratégico de Ativos Intangíveis para a empresa | Diagnóstico Estratégico de Intangíveis Relevantes para a Empresa (Setorial, Estratégia, Conjuntura, Orçamentos, Stakeholders) / Alinhamento Estratégico para Gestão de Intangíveis |
| Categorizar | Categorizar os ativos nos 4 grupos de capital intangível, correlacionar e ponderar os ativos por Função de Capital | Balanço scorecards (BSC) de Intangíveis e Funções de Capital Intangível | Planeamento Estratégico da Gestão de Intangíveis (BSC Intangíveis) / Desenho das Funções de Capital Intangível |
| Qualificar | Mapear processos, projetos e iniciativas responsáveis por cada ativo, atribuindo métricas e modelo de Gestão, através de Scorecards | Modelo de Gestão e Indicadores de Valor e Performance | Modelo de Gestão de Projetos e Iniciativas Intangíveis / Racionalização de orçamentos / Otimização dos investimentos / Mensuração de performance de projetos e pessoas |
| Quantificar | Quantificar o valor intangível da empresa e os ativos em termos de geração ou proteção de valor a partir dos Scorecards desenhados. | Valoração de Intangíveis e Balanço de Ativos Intangíveis | Mensuração de Geração e/ou Proteção de Valor Intangível / Desenho do Balanço de Intangíveis / Geração de Fatos Relevantes para Influência de Stakeholders. |

Fonte: Domeneghetti e Meir (2009, p. 279)

Na primeira etapa, todo activo deve ser passível de ser identificado, separado, e reconhecido o seu valor, para que este possa ser gerido e o seu valor possa ser protegido.

Após esta identificação, passa-se para a segunda etapa, que consiste em efectuar a sua categorização, ou seja, o seu enquadramento num dos grupos de capital intangível, nomeadamente: institucional, organizacional, de relacionamento e intelectual.

Resultante desta categorização será efectuada a formação da função de cada um dos capitais, que é resultante de todos os activos da mesma natureza que estejam alinhados à estratégia de médio e longo prazo. Nesta função cada um dos intangíveis identificados é ponderado na formação desta, de acordo com a sua relevância no contexto das metas traçadas pela empresa, conforme se pode verificar na Figura 17.

Figura 17 – Categorização de Activos Intangíveis.

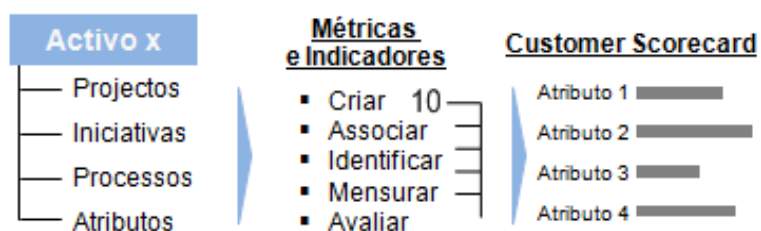


Fonte: Adaptado da DOM (2008)

As funções de capital podem também serem indicadores de performance, quando analisados periodicamente, sendo medidores da capacidade de acumulação de valor da gestão da empresa, a partir da eficiente administração de cada um desses activos e de cada um desses quatro grupos de capital.

Depois de efectuada a referida categorização, esses activos serão susceptíveis de qualificação, a terceira etapa de implementação do IAM® (ver Figura 16). Esta fase elenca para a gestão sistémica em termos dos objectivos, orçamentos, processos relacionados e elementos que influenciam o desempenho do activo, metas a alcançar e indicadores, para serem tratados como investimentos associados a resultados superiores, ou seja maior geração de valor e maior competitividade perante os concorrentes. Assim é construído o cockpit de intangíveis, o qual é um instrumento de gestão. Domeneghetti e Meir (2009) afirmam que o cockpit de intangíveis IAM® é uma evolução do *Balance Scorecard*.

Figura 18 – Qualificar Activos Intangíveis



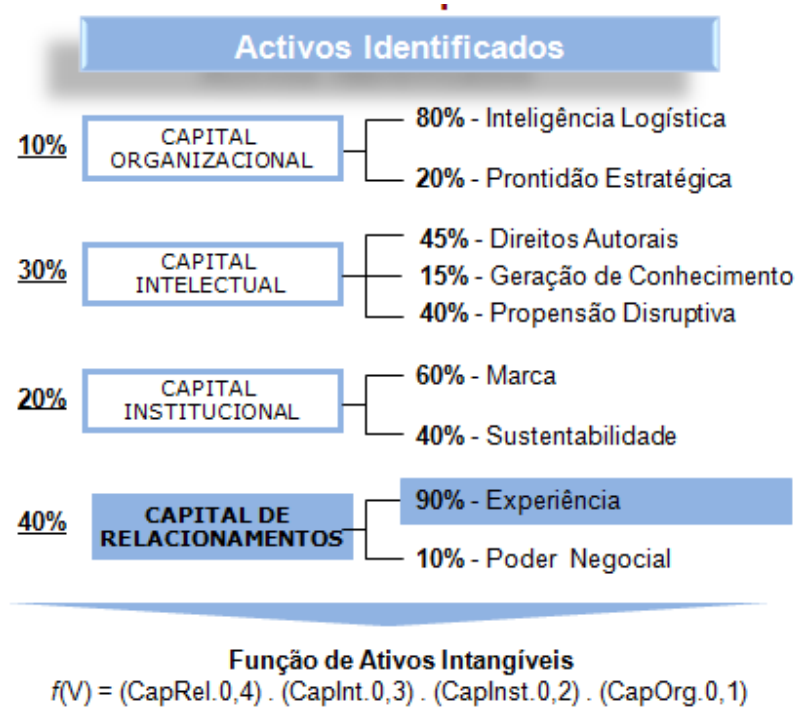
Fonte: Adaptado da DOM (2008)

Como se pode verificar pela Figura 18 a cada activo são atribuídas determinadas métricas e indicadores, metas a serem alcançadas para o seu tratamento como investimento e associado a resultados.

Por último, a quarta etapa, a quantificação. Cada um dos activos deve ser sujeito a medição de alguma forma, ou seja, traduzido em balanços. Após a sua medição, são quantificados e supervisionados, são uma fonte de geração de valor para a organização que os produz e detém.

A título demonstrativo, apresenta-se de seguida um exemplo para a construção de um balanço de intangíveis. Foi seleccionado o activo experiência, um dos seus atributos sustentadores na qualidade do atendimento e, categorizado no capital de relacionamentos. O processo a seguir é realizado para todos os ativos que fazem parte da função de ativos intangíveis da empresa.

Figura 19 – Activos Intangíveis Relevantes para a Estratégia e Sector da Empresa

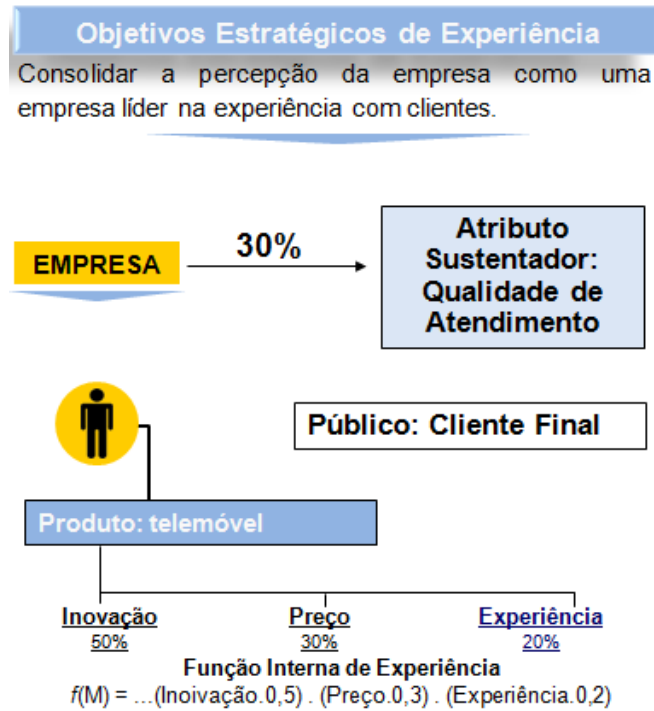


Fonte: Adaptado da DOM (2008)

Como se pode verificar no exemplo, anteriormente apresentado, dos intangíveis identificados, 10% dos mesmos pertencem ao capital organizacional, 30% ao capital intelectual, 20% ao capital institucional e, finalmente, 40% ao capital de relacionamento. Dentro de cada uma das categorias enumeradas ainda podemos atender à sua subdivisão. Dentro do capital de relacionamentos, que é o que estamos a focar no exemplo, 90% desse valor é atribuído ao atributo experiência e os restantes 10% ao poder negocial.

De seguida analisam-se os objectivos relacionados com o atributo experiência, tal como de encontra evidenciado na Figura 20.

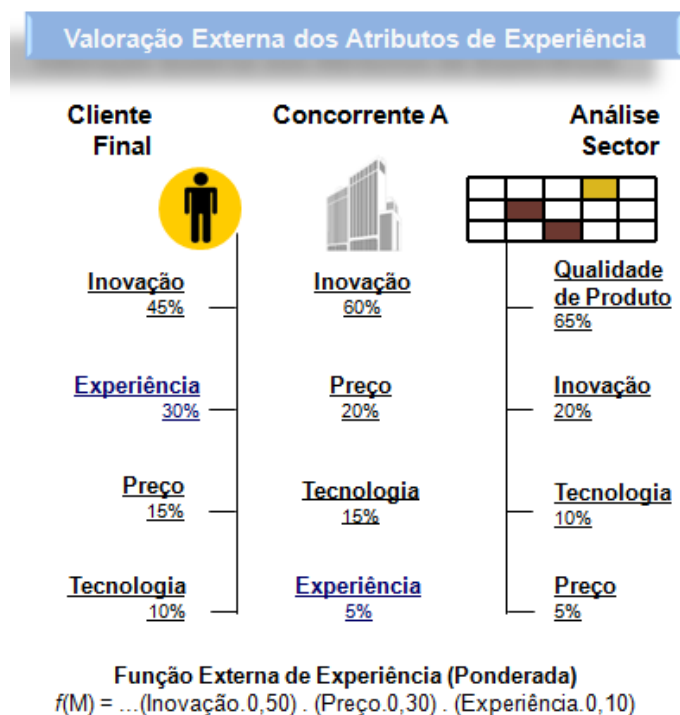
Figura 20 – Objectivos do Atributo Experiência



Fonte: Adaptado da DOM (2008)

Neste caso concreto o objectivo, relativamente ao atributo experiência, o objectivo estratégico definido consubstancia-se na consolidação e percepção da mesma junto dos clientes, como sendo uma empresa líder na experiência com clientes. Ainda se pode verificar que pertencente ao atributo experiência, tem um novo atributo onde se imputa 30% deste valor à qualidade de atendimento.

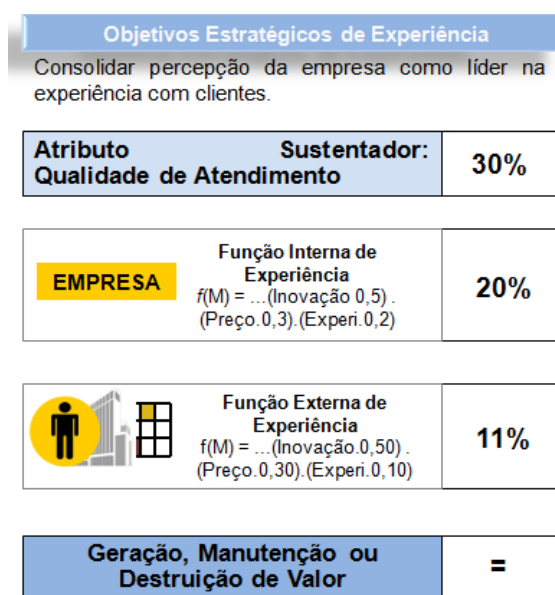
Figura 21 – O Atributo Experiência Face à Concorrência



Fonte: Adaptado da DOM (2008)

Conforme se pode verificar pela Figura acima apresentada, este atributo é percebido e importante para a competitividade do sector e é valorizado pelos *stakeholders*, pois como se pode ver a percepção no cliente final é de 30%, em relação ao concorrente é somente de 5%.

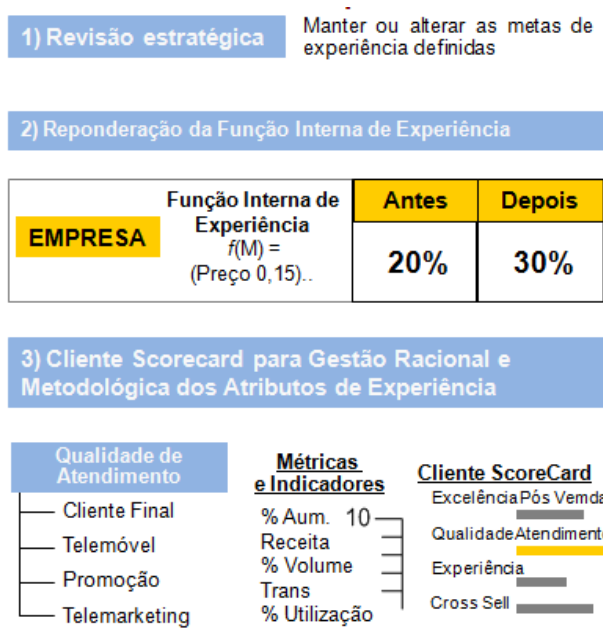
Figura 22 – Os Investimentos da Empresa nos Atributos de Experiência



Fonte: Adaptado da DOM (2008)

Pode-se averiguar se os investimentos da empresa nos atributos de experiência identificados estão adequados e alinhados com a estratégia da empresa e com o contexto competitivo.

Figura 23 – Análise da Performance da Empresa

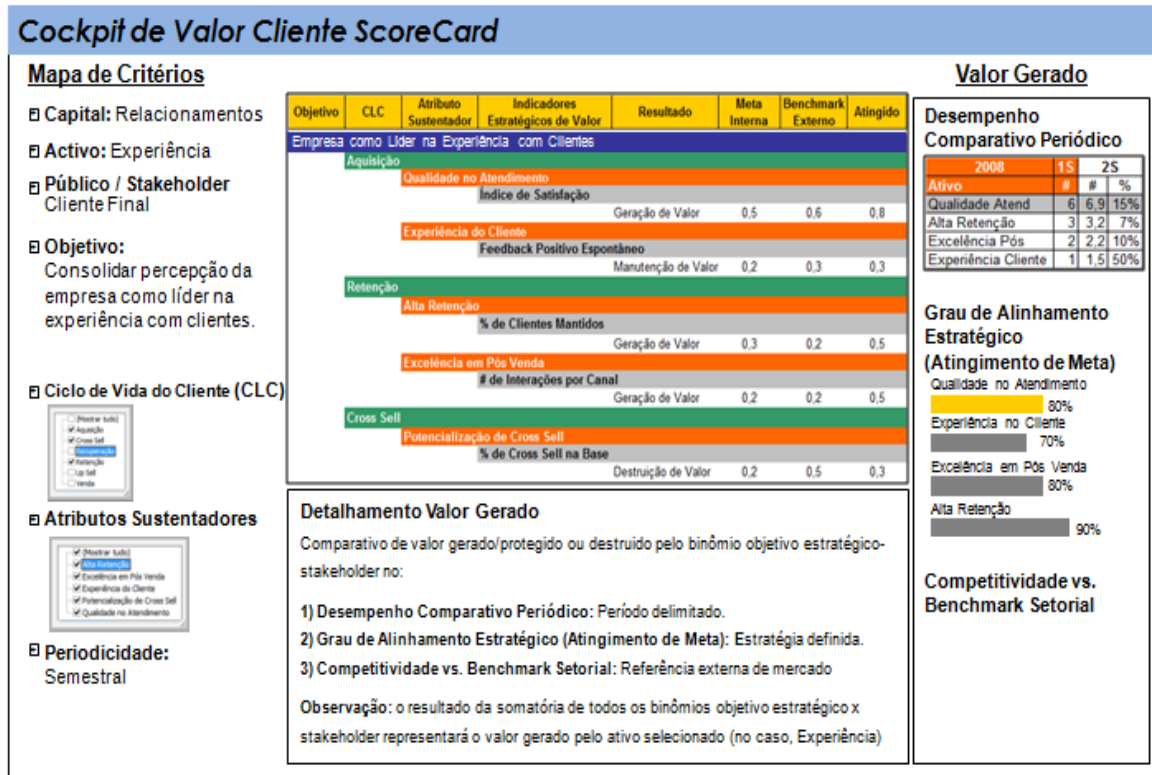


Fonte: Adaptado da DOM (2008)

A empresa pode examinar a sua performance e assim melhorar ou corrigir os valores obtidos para o investimento no atributo experiência.

A geração de ganhos de competitividade em determinados atributos é acompanhada através de mapas para o efeito. Daqui nasce o cockpit IAM®, que Domeneghetti e Meir (2009) afirmam ser uma evolução do BSC.

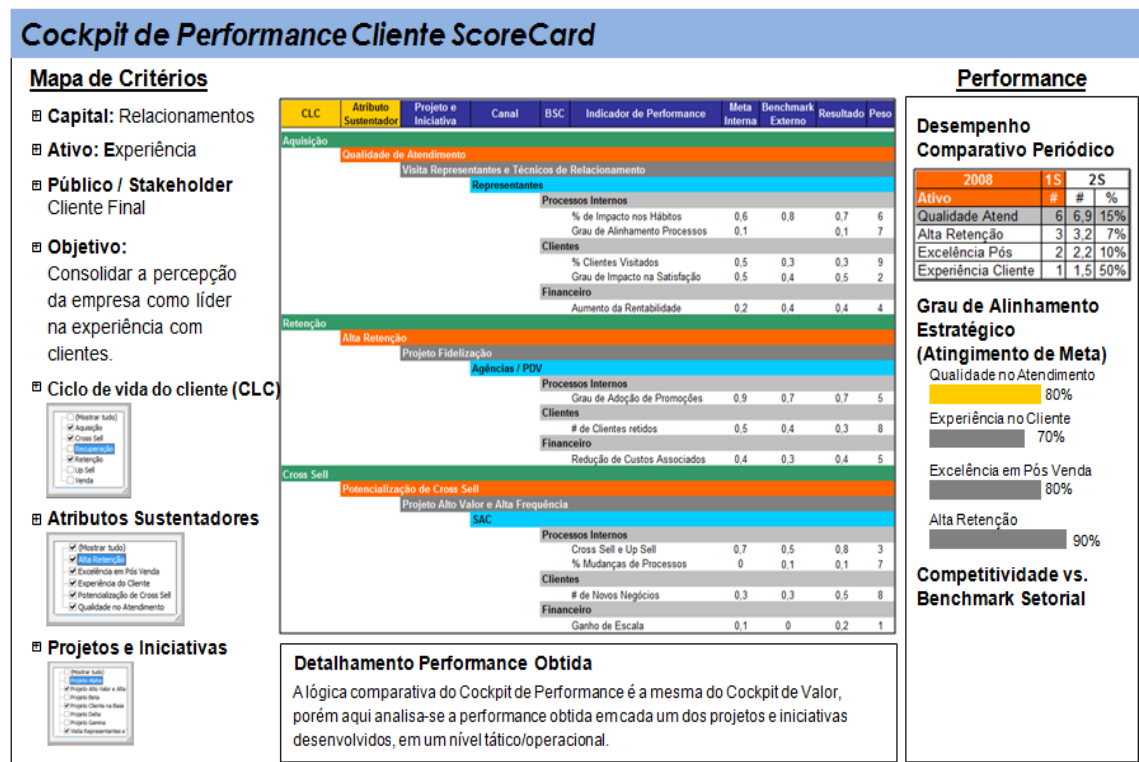
Figura 24 – Modelo de Cockpit de Valor



Fonte: Domeneghetti e Meir (2009, p. 276)

Pela figura acima pode-se verificar a simulação para o atributo experiência do cliente (capital de relacionamentos, metacapital do cliente), para o stakeholder cliente final. Este é chamado de cockpit por analogia com a área, geralmente perto da frente do avião, de onde um piloto controla a aeronave. Assim, também se pretende obter o controlo dos diversos atributos de forma a conduzir a organização de acordo com a estratégia estabelecida.

Figura 25 – Modelo de Cockpit de Performance



Fonte: Domeneghetti e Meir (2009, p. 275)

Nesta Figura tal como na anterior é efectuada uma simulação para o atributo experiência do cliente (capital de relacionamentos, metacapital do cliente), para o stakeholder cliente final, para analisar a performance obtida.

Após a conclusão dos mapas com a apresentação de indicadores, a empresa poderá obter diversos benefícios e resultados, nomeadamente:

1. Optimiza as iniciativas, acções e processos de relacionamento com clientes.
2. O relacionamento e a comunicação são efectuados com eficácia, com aumento da satisfação dos clientes.
3. Análise detalhada do modelo formal que pode acompanhar e avaliar o planeamento estratégico de clientes.

4. Inclusão dos activos intangíveis relacionados com o cliente como vetor de decisão de investimentos.
5. Transparência e melhores práticas de gestão, ampliando a importância dos clientes e a confiança dos *stakeholders*.
6. Envolvimento dos actores internos e externos num modelo de gestão e processos de avaliação de performance e geração de valor.

CONCLUSÃO

Este trabalho tem como objectivo o conhecimento de metodologias para mensuração dos activos intangíveis no âmbito da avaliação da empresa.

Do estudo realizado, constatou-se que as empresas têm activos, como os activos de crescimento, com a expectativa de benefício futuros, cuja informação sobre estes não está contida em qualquer peça financeira, no entanto, são de grande relevância no contexto de avaliações das empresas

Mostrou-se ainda que há necessidade de uma definição de activo intangível consensual, mas que ainda não existe.

Também se pode concluir, que decorrente das normativas contabilísticas, existe uma grande falta de adaptação destas às necessidades de comunicação de activos intangíveis. A sua normalização é um passo fundamental para a valorização dos mesmos, o que está ainda num estado muito embrionário.

Poder-se-á concluir pela exposição do ponto 2.3. que as empresas centralizam as suas acções na criação de valor. Quanto à medição das rentabilidades auferidas com base exclusivamente nas suas peças financeira existem métodos, como os explicitados no ponto 2.4. capazes de responder às suas necessidades, nomeadamente o Fluxo de Caixa Descontado.

Relativamente à gestão dos activos intangíveis aumentará a sua importância de maneira a converter-se numa prática habitual das empresas. Conforme comenta Villanueva (2010) essa será a forma mais profissional, estará baseada na criação de valor, orientada pela experiencias e favorecerá a sobrevivência da empresa no mercado.

Uma das conclusões muito claras que decorre de apresentação do estudo no Capítulo anterior é que capital intelectual é um tipo de activo intangível.

Pode-se ainda deduzir dos dados históricos apresentados que não existe consenso quanto ao método de valorização de activos intangíveis a utilizar. Cada um oferece vantagens ou possui alguns inconvenientes que devem ser considerados em função do

momento ou situação em que é utilizado. É fundamental ter em conta que a eleição de um método deve manter-se ao longo do tempo, para se poder ter resultados comparáveis e conclusivos.

A escolha de um método de valorização não é apenas conhecer as características da empresa e do seu ambiente para escolher o mais adequado, mas também considerar o objectivo desta medição: transação, gestão ou contabilidade. A avaliação de activos intangíveis envolve a obtenção de informação sobre a geração de valor muito valiosa para a empresa. Na realidade, como demonstrado na pesquisa documental, a estratégia é afectada pelos activos intangíveis, pelo que a sua avaliação é fundamental para as empresas. O processo de tomada de decisões estratégicas numa empresa tem evoluído ao longo do tempo desde uma perspectiva clássica, donde só se tinha em conta os activos tangíveis a uma adaptação baseada na aprendizagem. Este processo deve ser dinâmico e deve integrar todas as características da empresa no seu meio ambiente, mantendo a linha de negócios a seguir. Quanto mais a empresa evolui, mais conhecimentos e experiências adquire, acumulando mais activos intangíveis, favorecendo assim o ajuste da estratégia.

Quanto aos métodos de avaliação mais adequados, conforme mencionado por Villanueva (2010), a Divisão para a Administração Pública e Desenvolvimento da Gestão do departamento de Questões Sociais e Económica das Nações Unidas, (2003) proporciona os conselhos acerca da gestão do conhecimento, nomeadamente que os métodos *Scorecard* são os métodos que proporcionam informação mais relevante e completa para medir os activos do conhecimento nacional para o desenvolvimento socio-económico e humano.

Os activos intangíveis são muito relevantes para as empresas por serem factores competitivos, no entanto, a sua abordagem e tratamento nas organizações ainda não é uma prática comum. Existem dificuldades no seu tratamento pela diversidade de métodos e pela particularização e adaptação às diferentes empresas.

Conclui-se que os intangíveis devem merecer uma maior atenção por parte das empresas, pelo que se pretende que este estudo possa contribuir positivamente para o estudo dos mesmos e para a gestão em geral.

Limitações ao Estudo

As limitações temporais bem como as questões de confidencialidade não permitiram que fosse elaborado um estudo de caso que permitisse tirar conclusões de carácter mais prático. Isto originou outra limitação que é a do trabalho ser apenas baseado em revisão bibliográfica e não num estudo experimental.

Foram encontradas dificuldades nas fontes relativamente aos activos intangíveis para o estudo e na obtenção de bibliografia, em que estes estejam no contexto da avaliação de empresas.

Sugestões para Estudos Futuros

A apresentação da metodologia IAM®, criada pela DOM, e amplamente reconhecida por várias entidades, poderá ser aplicada num estudo empírico a desenvolver junto de empresas portuguesas.

Há sempre aspectos que foram descartados neste estudo, no entanto, não são menos interessantes, e poderão ser objecto de investigação futura nomeadamente um estudo em profundidade sobre avaliação de empresas com enfoque nos activos intangíveis, recompilando e catalogando uma grande parte dos métodos disponíveis, poderia ser a base para a criação de um novo método.

Bibliografia

Almeida, P. (2003). *Da capacidade empreendedora aos activos intangíveis no processo de criação de empresas do conhecimento*. Tese de Mestrado na Universidade Técnica de Lisboa.

Amaral, P e Pedro J. (2004). *O capital conhecimento*. Universidade Católica Editora.

Anthony R. e Reece J. (1989). *Accountin Principles*, Chicago, Irwin Professional Publishing.

Bandeira, A. (2010). *Activos Intangíveis e Actividades de I&D*. Porto, Vida Económica.

Barbosa, J. e Gomes, J. (2002). Um estudo exploratório do controle gerencial de ativos e recursos intangíveis em empresas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*. Volume 6 N°2 Curitiba May/Aug. [pp. 29-48].

Bastardo, C. e Gomes, A. (1996). *O Financiamento e as aplicações financeiras das empresas*, 5ª Edição, Texto Editora, Lisboa.

Bispo P. (2005). A importância da gestão do turnover. [Em linha]. Disponível em <http://www.rh.com.br/Portal/Relacao_Trabalhista/Entrevista/3998/a-importancia-da-gestao-do-turnover.html#>. [Consultado em 21/12/2012].

Boff, L., Procianoy, J. e Hoppen, N. (2006). O uso de informações por analistas de investimento na avaliação de empresas: à procura de padrões. *Revista Administração Comtemporânea* Volume N°10, N°4, [pp. 169-162].

Branco, M. (2006). O porquê de uma nova definição de activo. *Revisores & Empresas* (Janeiro /Março), [pp. 61-62].

Brandão, E. (2002). *Finanças*, Porto Editora.

Brealey, R. e Myers, S. (1998). *Princípios de finanças empresariais*, 5ª Edição, McGraw-Hill, Lisboa.

Bueno E. (2001). La empresa ante el reto del la gestión del Capital Intelectual: conocimiento, talento e imaginación”, *AECA 56*, Set. Madrid.

Campos, E. (2002). Globalizacion, sociedad red y competência, hacia un nuevo modelo de empresa. *Revista de Economia Mundial*, 7, [pp. 23-37].

Commissions of the European Communities (2003). Study on the measurement of intangible assets and association reporting practices. [Em linha]. Disponível em <ec.europa.eu/internal_market/.../2003-study-intangassets-full_en.pdf>. [Consultado em 19/02/2012].

Cañibano L. e Gisbert A. (2007). Los activos intangibles en el nuevo plan general contable. *Revista del Instituto de Estudios Económicos*, Nº 2-3, [pp.191-212].

Copeland, T., Koller T. e Murrin J. (2002). *Avaliação de empresas – Valuation Calculando e gerenciando o valor das empresas*. 3. ed, São Paulo: Makron Books.

Copeland, T., Antikarov, A. (2003). *Real Options: A Practitioner's Guide*. . New York, Texere LLC.

Costa R. (2001). Métodos de Avaliação de Pequenas e Médias Empresas. [Em linha]. Disponível em <[www.uniweb . pt / uniweb / uniweb _site.nsf / WP_avaliacao.pdf](http://www.uniweb.pt/uniweb/uniweb_site.nsf/WP_avaliacao.pdf)>. >. [Consultado em 19/05/2012].

Damodaran, A. (1997). *Avaliação de investimentos – Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Activo*. Rio de Janeiro: Qualitymark.

Damodaran, A. (2004). *Finanças Corporativas – teoria e prática*, tradução Jorge Ritter. 2. ed – Porto Alegre, Bookmam.

Damodaran A. (2009). Valuing Companies with intangible assets [Em linha]. Disponível em <pages.stern.nyu.edu/~adamodar/.../intangibles.pdf> [Consultado em 06/06/2012].

Damodaran, A. (2011). Approaches to Valuation – The Big Picture View. [Em linha]. Disponível em <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/public.htm> Consultado em 17/03/2012].

Decreto-lei nº 158/2009. Diário da República nº 133, 1.ª Série, de 13/07/2009. Aprova o Sistema de Normalização Contabilística.

Dom Strategy Partners (2008). Intangible Assets Management (IAM) [Em linha]. Disponível em <[shttp://www.domsp.com.br/boutique/linhas/IAM](http://www.domsp.com.br/boutique/linhas/IAM)> Consultado em 17/12/2012].

Domeneghetti D. e Meir R. (2009). *Activos Intangíveis: como sair do deserto competitivo dos mercados e encontrar um oásis de valor e resultados para a sua empresa*. Rio de Janeiro, Elsevier.

Domingos, A. Domingos R. e Arsénio S. (2009). Activos intangíveis e o seu tratamento numa concentração de actividades empresariais. *TOC* Nº.112 /Julho, [pp 33-36].

Eckert, A., Mecca M., Biasio R. e Maragno M. (2011). Métodos de avaliação do valor das empresas: proposição de aplicação em uma empresa prestadora de serviços contábeis. *Sientia Plena*, Volume 7, Nº 11, [pp. 1-14].

Frics D. (2003), *Valuation of intangible assets*, London, Valuation Consulting

Hendriksen, E. e Breda, M. (1999). *Teoria da contabilidade*. 5. ed. São Paulo: Atlas.

Iudícibus, S. (1997). *Teoria da contabilidade*. 5. Ed. São Paulo: Atlas.

Iudícibus, S. (2000). *Teoria da contabilidade*. 6. Ed. São Paulo: Atlas.

Kaplan R. e Norton, D. (1996b). *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into action*. Boston: *Harvard Business School Press*.

Kaplan, R. e Norton D. (1992). *The Balanced Scorecard – Measures that Drive Performance*. *Harvard Business Review*, Janeiro – Fevereiro, [pp. 71-79].

Kayo, E. K. (2002). *A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível-intensivas: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, SP, BR. [Em linha]. Disponível <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-05032003-194338/pt-br.php> [Consultado em 10/01/2012].

Kayo, E., Kimura H., Martin D. e Nakamura W. (2006). *Activos intangíveis, ciclo de vida e criação*. *Revista de Administração Contemporânea*, Volume 10, Nº3, Curitiba Jul/Sept., [pp. 73-90].

Kayo, E., Kimura H., Basso F. e Krauter E. (2006). *Os factores determinantes da intangibilidade*. *Revista de Administração Mackenzie*, Volume 7, Nº3, [pp. 112-130]

Kayo, E., Kimura, H. e Basso, L. (2005). *Avaliação de Activos Intangíveis e Analytic Hierarchy Process: Um ensaio sobre a hierarquização dos direccionadores não-financeiros de valor*. *Gestão.Org* Volume 3, Nº3, Set/Dez 2005. [Em linha]. Disponível em <http://www.ufpe.br/gestaoorg/index.php/gestao/article/view/12>. [Consultado em 10/01/2012].

Lemme, C. (2004). *Métodos de avaliação de empresas*. *Gazeta Mercantil*, Rio de Janeiro, publicado a 11/10/2004, (p. A3).

Lev, B. (2001). *Intangibles: management and reporting*. Washington, Brookings.

Lopes A. (2000). *Activo intangível e potencialidades dos capitais*. *Jornal do Técnico de contas e da Empresa*, Nº 419/420, ano 23, Agosto/Setembro, [pp. 225-230].

Machado, P. (1977). *Dicionário Etimológico da Língua Portuguesa*, Volume V, 3.^a ed., Lisboa, Livros Horizonte.

Martinez, A. (1999). Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação dos negócios. Anais do 23º Encontro da ANPAD. Foz do Iguaçu. [Em linha]. Disponível em <http://www.anpad.org.br/evento.php?acao=trabalho&cod_edicao_subsecao=52&cod_evento_edicao=3&cod_edicao_trabalho=3318> [Consultado em 19/02/2012].

Martins A. (2010). *Justo Valor e Imparidade em Activos Fixos Tangiveis e Intangiveis*. Coimbra. Edições Almedina.

Martins J. (2012). *Capital Intangível. Guia de melhores Práticas para Avaliação de Activos Intangíveis*. São Paulo, Integrare Editora.

Martins, E., Soute D. Schvirck E. e Machado M. (2008). Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento. *Revista UnB Contábil*, Volume 11, Nº1-2, Jan. /Dez., [pp.1-17].

Martins, H. Filho J. (1999). En quién se pone el foco? Identificando “satkeholders” para la formulación de la misión organizacional. *Revista del CLAD Reforma Y Democracia*. Nº. 15. Caracas.

Müller A. (2004). Modelos de avaliação de empresas, Conselho Regional de Contabilidade, Curitiba [Em linha]. Disponível em www.pericia.pro.br/.../Modelos%20de%20Avaliação%20de%20Emp [Consultado em 30/04/2012].

Müller, A. Teló, A. (2003). Métodos de avaliação de empresas, *Revista FAE*, Curitiba, Volume 6, Nº2, Maio/Dez. [pp. 97-112].

Mello, L., Vasconcelos L., Bragança L. e Motta O. (2010). Contribuição para a gestão dos ativos intangíveis organizacionais: proposição de um modelo baseado no Balanced Scorecard. VI Congresso Nacional de Excelência em Gestão, Niterói. [Em linha]. Disponível em <www.excelenciaemgestao.org/Portals/2/.../T10_0289_1114.pdf>. [Consultado em 20/04/2012].

Navaza, C. e Cabarcos M. (2007). *Empresas Valiosas*. Porto. Vida Economica.

Neves, J. (2002). *Avaliação de empresas e Negócios*. Lisboa, McGraw-Hill.

Patrocínio, M., Kayo, E. e Kimura, H. (2007). Aquisição de empresas, intangibilidade e criação de valor: um estudo de evento. *Revista de Administração*. São Paulo, Volume 42 N°2, jun., [pp. 205- 215].

Perez, M. e Famá, R. (2004) Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação. *Administração em Diálogo*. N°6, [pp.101-112].

Perez, M. e Famá, R. (2006). Activos intangíveis e o desempenho empresarial. *Revista Contabilidade & Finanças*. Volume 17 N°40, Curitiba July/Sept. [pp. 7-24].

Perez, M e Famá R. (2006). Características estratégicas dos activos intangíveis e o desempenho económico da empresa. *Revista eGesta*, v.2, n°. 2 abr.-jun., [pp. 69-96].

Petty R, Guthrie J. (2000). Measurement, reporting and management, *Journal of Intellectual Capital*, Volume N°1: 2, [pp.155-176].

Rodrigues, J. (2010). *Sistemas de Normalização Contabilística Explicado*. Porto Editora.

Russo, J. (2009). *Balanced Socorecard para PME e pequenas e Médias Instituições*. Lidel – Edições Técnicas, Lda.

Schmidt, P. e Santos, J. (2002). *Avaliação de Activos intangíveis*. São Paulo: Atlas.

Schmidt, P., Santos, J. e Fernandes L. (2006). *Fundamentos da Avaliação de Ativos Intangíveis*. São Paulo, Atlas.

Schneider A., Carneiro M., Serra F. e Ferreira M. (2008). Michael Porter 30 anos depois de Estratégia Competitiva, *Glob Advantage*, 25. Em linha]. Disponível em <http://globaladvantage.ipleiria.pt/files/2008/10/working_paper-25_globaladvantage.pdf> [Consultado em 22/01/2013].

Stewart, T. (1998). *Capital Intellectual: a nova vantagem competitiva das empresas*. 2.ed. Rio de Janeiro. Editora Campus.

Stewart, T. (2001). *The wealth of knowledge: intellectual capital and the twenty-first century organization*. New Work: Doubleday

Stern Stewart & Co. (1994) EVA™: Fact. And Fantasy, *Journal of Applied Corporate Finance* (Number 2), [pp.71-85].

Sveiby, K. (1997). Measuring Intangibles and Intellectual Capital - An Emerging First Standard. [Em linha]. Disponível em <http://www.sveiby.com/articles/EmergingStandard.html>. [Consultado em 19/02/2012].

Sveiby, K. (2010). Methods for Measuring Intangible Assets. [Em linha]. Disponível em <http://www.sveiby.com/articles/IntangibleMethods.htm>. [Consultado em 17/02/2012].

Tommasco, M. Paci, D. Schweitzer, S. (2002). The Geography of Intangibles. [Em linha]. Disponível em http://scholar.google.pt/scholar?q=the+geography+of+intangibles&hl=pt-PT&as_sdt=0&as_vis=1&oi=scholart&sa=X&ei=0S9dT8XnB8LX0QWJrMzSAw&ved=0CBkQgQMwAA>. [Consultado em 20/02/2012].

Torquato, R. (2011). Criação de Valor em uma Empresa Simulada: Uma Medida Alternativa de Avaliação de Desempenho. [Em linha]. Disponível <http://www.ead.fea.usp.br/semead/14semead/resultado/trabalhosPDF/291.pdf> [Consultado em 19/03/2012].

Torrinha, F. (1942). Dicionário Latino-Português, 2.^a ed., Porto: Edições Marânus.

Villanueva, C. (2010). *Hacia un nuevo modelo de valoración de intangibles*. Tesis doctoral Universitat Jaume I, Castellón (Espanya)